

---

# Futuros sobre acciones: demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable

*Este artículo ha sido elaborado por José Ramón Martínez Resano y Lilita Toledo Falcón, de la Oficina de Operaciones (1).*

## 1. INTRODUCCIÓN

Los futuros sobre acciones (FsA) no constituyen una innovación financiera extraordinariamente novedosa. Instrumentos similares, como son los futuros sobre índices de renta variable o las opciones sobre acciones, se negocian desde los años ochenta y setenta, respectivamente. Sin embargo, desde hace algunos años los FsA han concentrado buena parte de la atención de los mercados de renta variable europeos y estadounidenses.

En Estados Unidos, las iniciativas para reintroducir los FsA se han prolongado durante largo tiempo y han sido objeto de opiniones encontradas entre los reguladores. En Europa, el lanzamiento en 2001 por parte de Liffe de contratos de futuro sobre un amplio conjunto de acciones de empresas británicas y extranjeras renovó el interés por esos instrumentos. La eliminación de barreras al posicionamiento en corto y a la exposición a plazo en los mercados de renta variable constituye la fuente del poder transformador sobre la organización industrial de los mercados bursátiles que se les atribuye. En este contexto, la introducción en España a cargo de Meff de FsA de empresas españolas se ha visto agraciada por un éxito desconocido en otros mercados.

El objeto de este artículo es contribuir a la comprensión de los FsA desde una perspectiva aplicada. En la segunda sección se caracteriza el instrumento en cuestión y se describen sus utilidades. En la siguiente sección se repasa la experiencia con FsA en distintos países, situando en el contexto internacional el éxito cosechado por Meff. Para explicar ese éxito, en la sección cuarta se analiza un «motivo de apalancamiento» como posible determinante principal y como justificación de posibles cautelas por razones de estabilidad financiera. Admitiendo el apalancamiento como argumento potencialmente relevante, la sección quinta aborda el posible motivo del éxito de los FsA en España, identificando tres hechos que ayudarían a explicarlo conjuntamente: los límites a la concentración de la inversión a los que están sometidos los fondos de inversión europeos, la extensión de las prácticas de *benchmarking* en la gestión de carteras y la elevada ponderación de las grandes empresas españolas en el índice Ibex 35. De todas formas, la vigencia en toda la Unión Eu-

---

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 0218.

ropea de esos límites a la concentración deja abierta la cuestión sobre las modalidades concretas con que esas restricciones pueden haber sido atenuadas en el resto de países europeos. La sección sexta conduce la discusión al terreno de la organización industrial de los mercados y razona la necesidad de la intervención del regulador. En la última sección aparecen las principales conclusiones.

## 2. CARACTERIZACIÓN DEL INSTRUMENTO

### 2.1. Futuros sobre acciones: diferencias con el contado

Un contrato de FsA constituye un acuerdo para comprar o vender a plazo un paquete de acciones de una determinada empresa bajo las reglas de un mercado organizado. Para identificar los elementos que diferencian a los FsA de la adquisición de acciones al contado, se van a considerar los siguientes conceptos: apalancamiento, rendimiento económico y derechos políticos, posibilidad de posicionamiento en corto, liquidación y custodia, y regulación.

#### *Apalancamiento*

Excluyendo comisiones y otros posibles gastos, el único desembolso inicial en que debe incurrir un contratante de FsA es la garantía que exige depositar la cámara de compensación, que representa una reducida proporción del valor facial del contrato (2). De esta forma, los FsA constituyen compras apalancadas de acciones, en tanto en cuanto permiten mantener una exposición al subyacente sin necesidad de desembolsar la totalidad del precio del activo adquirido. En este sentido, se puede decir que un FsA comprende un paquete de financiación implícita.

Esta constatación solo cobra verdadera importancia cuando se contrapone a la financiación en el mercado de contado. Ya sea por la ausencia de mercados de financiación para la adquisición de acciones integrados con los de contado, o porque existen restricciones a la financiación total accesible mediante los canales efectivamente disponibles, el paquete de financiación contenido en un FsA tiene un valor propio que deriva de la reducción de los costes de transacción en la financiación y, en algunos casos, de la posibilidad de obtener acceso a esta. Ahora bien, cuestión diferente es si esto constituye un motivo suficiente para impulsar la demanda de FsA.

(2) En Meff ese porcentaje depende del perfil de riesgo de la acción, oscilando entre el 15% y el 25%.

#### *Rendimiento económico y derechos políticos*

La diferencia entre una posición en acciones y una en el FsA correspondiente resulta evidente en cuanto a sus respectivos «efectos patrimoniales». En términos económicos, el rendimiento de la primera deriva, por un lado, de los derechos a dividendos que otorga y, por otro, de las posibles ganancias de capital que permite, mientras que un FsA solo rinde bajo esta segunda modalidad.

En general, esta diferencia no resulta significativa en términos prácticos si el arbitraje funciona adecuadamente (3). En ese caso, el comprador de un FsA se convierte en beneficiario efectivo del rendimiento económico accesible mediante la propiedad de las acciones, pero sin convertirse en propietario de las mismas. Esta observación es relevante, por tres razones. En primer lugar, porque la existencia de beneficiarios del «rendimiento económico» de las acciones sin derecho de voto crea problemas de agencia desconocidos en otros instrumentos. En segundo lugar, porque esa naturaleza híbrida (rendimiento económico de la acción y ausencia de relación contractual con la empresa) suscita cuestiones regulatorias que, en ciertas jurisdicciones, han condicionado el desarrollo de los FsA. Y, finalmente, porque existen inversores sujetos a restricciones a la inversión en determinadas empresas que pueden ser sorteadas mediante el recurso a FsA.

#### *Posicionamiento en corto*

Una complicación de carácter estructural para el correcto arbitraje de FsA es la dificultad para adoptar posiciones cortas en las acciones subyacentes. El arbitraje de una sobrevaloración relativa de la acción subyacente en relación con el FsA exige tomar una posición larga en el futuro y corta en la acción, pero la posibilidad de adoptar posiciones cortas en contado está seriamente limitada en muchos mercados bursátiles. En distintas jurisdicciones, entre las que se cuentan EEUU y Japón, rige la norma *uptick rule* (4). En España, el vigente Reglamento de Bolsas de 1967 no permite la venta de las acciones de las que no se es propietario. Por otro lado, el préstamo de acciones a gran escala suele estar limitado porque el volumen de acciones disponible para esos fines está, a su vez, restringido.

(3) Aunque no es el objeto de este trabajo evaluar la calidad del arbitraje en FsA en España, el análisis del diferencial de precios futuro-contado para el FsA referido a Telefónica en el período enero 2001-enero 2002 revela que es apropiada.

(4) Esta norma limita la posibilidad de realizar ventas en corto a aquellos momentos en los que el último precio cruzado ha supuesto un incremento en las cotizaciones.

Frente a estas dificultades para adoptar posiciones cortas en el mercado de contado, el mercado de FsA destaca por la facilidad que ofrece al respecto. Pero esto no es garantía automática de su utilidad, que dependerá de si las apuntadas dificultades para arbitrar el FsA impiden o no que sus cotizaciones reflejen una del subyacente que se les corresponda (5).

### Liquidación y custodia

La liquidación y la custodia de los FsA deben ser necesariamente diferentes a las de las acciones. No en vano los FsA son instrumentos derivados de estas últimas, y la manifestación fundamental de este hecho es la liquidación al vencimiento.

La relación entre opciones y futuros sobre acciones en cuanto a liquidación y custodia es mucho más próxima. De hecho, buena parte del éxito de Meff en la introducción de FsA cabe atribuirlo a que su configuración replicaba las características de las opciones sobre acciones, ya existentes en aquel momento. Así, la liquidación de los FsA se estableció inicialmente por entrega física, el estándar en prácticamente todos los mercados de opciones sobre acciones del mundo (6).

### Regulación

No se pretende aquí tratar la regulación específica de los FsA, sino analizar cómo la regulación puede haber ejercido un papel activo y autónomo en la diferenciación entre FsA y acciones.

En el ámbito de la autorización del producto, resulta curioso que las opciones sobre acciones hayan existido en EEUU desde 1973 y en España desde 1993. Aunque los medios técnicos necesarios para negociar y liquidar opciones sobre acciones son, como mínimo, tan sofisticados como los necesarios para FsA, estos últimos han aparecido en escena solo recientemente. Podría argumentarse que es solo el interés por el producto el que ha surgido últimamente, pero un posible papel pasivo de los reguladores queda cuestionado, en el caso norteamericano, por la prohibición desde 1982 de la negociación de FsA (Shad-Johnson Accord).

(5) Numerosos estudios demuestran cómo las limitaciones al posicionamiento en corto en los mercados de acciones distorsionan al alza las cotizaciones en contado en las fases bajistas del mismo [véase Danielson y Sorescu (2001)].

(6) Posteriormente se ha concedido la posibilidad de operar por entrega física (opción por defecto) o por diferencias.

En 1974 el Congreso norteamericano amplió la definición de *commodity*, provocando un conflicto jurisdiccional entre el regulador de los mercados de valores (SEC) y el de los mercados de derivados (CFTC). El acuerdo Shad-Johnson constituyó un compromiso político con el que los reguladores se daban tiempo para resolver sus diferencias. Dieciocho años después, la ley de modernización del marco general de los futuros sobre *commodities* (CFMA) levantó esa prohibición, permitiendo que los FsA se negociasen en mercados registrados en la SEC o en la CFTC, pero solo una vez que ambas agencias hubieran alcanzado un acuerdo sobre su regulación.

Un justificado motivo de preocupación en EEUU ha sido que, en un régimen regulatorio con dos agencias diferentes insuficientemente coordinadas, los FsA podrían ser un vehículo ideal para manipular indirectamente el mercado de contado sin posibilidad de detección. Por ello, la CFMA incorpora los FsA a la normativa sobre manipulación de mercado y ordena la coordinación entre ambas agencias. Pero el supuesto problema asociado a la introducción de FsA no tiene tanto que ver con la naturaleza del instrumento como con el fragmentado marco regulatorio estadounidense. De hecho, aunque el mercado de opciones sobre acciones constituye también una vía para alterar el precio de contado, resulta revelador que ambos sean competencia de la SEC. Finalmente, la evidencia del funcionamiento de FsA en otros mercados tampoco sostiene el argumento de que la integridad del mercado al contado exija la prohibición de los FsA.

Otra dificultad que ha complicado el lanzamiento de los FsA en EEUU es el arbitraje que podría suponer el desajuste entre las garantías mínimas exigibles por FsA, opciones sobre acciones y posiciones en contado. De nuevo, el problema deriva de una distribución de competencias fragmentada entre agencias federales. En esta ocasión, además de la SEC y la CFTC, entra en juego también la Reserva Federal norteamericana, por ser la autoridad competente en materia de regulación de garantías mínimas exigibles en operaciones de adquisición de valores.

## 2.2. ¿Pueden ser realmente de utilidad los futuros sobre acciones?

Entre los principales rasgos distintivos de los FsA destacan su apalancamiento, la facilidad para adoptar posiciones cortas y la separación entre derechos económicos y políticos que comportan. Examinemos ahora el tipo de estrategias para las que esas características pueden ser de

utilidad, es decir, las posibles fuentes de liquidez y demanda estable en el mercado de FsA.

La existencia de mercados de opciones sobre acciones constituye, obviamente, un motivo para que surja cierta demanda de FsA. Por un lado, el arbitraje entre mercados de opciones y futuros resulta más sencillo que la alternativa opciones-contado. Por otro, la cobertura de posiciones en opciones resulta también mucho más cómoda cuando se realiza mediante FsA, dados sus inferiores costes de transacción. Sin embargo, estos posibles mecanismos de demanda carecen, previsiblemente, de la fuerza y estabilidad suficientes para afianzar por sí solos a los FsA.

Tampoco la utilización de FsA en operaciones de *spread* de futuro parece un motivo suficiente para impulsar una demanda apreciable. Su utilización en operaciones de *spread* temporal, para obtener exposición a la evolución de los tipos de interés, constituye una vía excesivamente indirecta de expresar visiones de mercado. Más interés cabe atribuir a la versatilidad que ofrecen para realizar una negociación relativa de acciones, aunque la demanda por ese motivo no puede ser, en general, ni suficiente ni estable. Para que un contrato de futuro tenga alguna garantía de éxito, debe haber un objeto de cobertura que determine una demanda relativamente estable del mismo, una condición necesaria a la que no obedece el motivo «negociación del *spread*».

Otra posible virtualidad de este instrumento es el *day trading* (7). Si la introducción de FsA elimina alguna restricción que impedía a los *day traders* el acceso al mercado de contado (8), podría surgir una demanda de liquidez de FsA que, dada su previsible naturaleza no informada, podría animar la oferta de liquidez por parte de agentes más cualificados. Naturalmente, la plausibilidad de esta explicación para la demanda de FsA es una cuestión puramente empírica. Existe evidencia informal de que los FsA han animado en Meff este tipo de actividad. En todo caso, constituye un motivo de demanda importante, por sus implicaciones en términos de estabilidad financiera.

Como en otras alternativas planteadas anteriormente, tampoco cabe conceder excesiva robustez a una demanda derivada de la facilidad

(7) Estrictamente hablando, se conoce como *day trading* la práctica consistente en la compra y la venta en un mismo día de un mismo valor. Una interpretación más amplia permite definirlo como el tradicional «barandilleo» bursátil, actualizado según las posibilidades tecnológicas actuales. Sin traducción actual acuñada en castellano, podría definirse como contratación intradía.

(8) En el apartado 3 se argumenta que esa posible restricción podría ser el límite al apalancamiento.

para adoptar posiciones cortas. La razón principal es que se trata de un argumento basado en elementos coyunturales, pero tampoco debe olvidarse que esta operativa presupone suficiente liquidez en la posición contraria.

El nivel de *free float* existente valorado a precios de mercado debería constituir la base más estable para una demanda de FsA. Mediante su utilización, los gestores de carteras de renta variable pueden transformar con gran versatilidad su exposición desde posiciones en efectivo a posiciones en acciones concretas, o viceversa. En realidad, como se justificará en el apartado 5, da la impresión que la demanda estable más exitosa de FsA en el mundo hasta el momento —la de los FsA introducidos por Meff— se basa en un mecanismo distinto a todos los anteriores y que, operando sobre la base del *free float*, depende de una restricción vinculante a la que han estado sujetos los fondos de inversión europeos.

### 3. BREVE HISTORIA DEL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE FUTUROS SOBRE ACCIONES

Los antecedentes más lejanos de los FsA se remontan al siglo diecisiete en Amsterdam. Su «nueva era» comenzó con su introducción a negociación en bolsa en Suecia en OM Stockholm Stock Exchange a finales de la década de los ochenta. Desde entonces, al menos otros catorce mercados los han incorporado entre sus productos, y actualmente se negocian futuros sobre más de doscientas acciones de empresas de todo el mundo.

La iniciativa sueca fue seguida en un primer momento por Sydney Futures Exchange, en 1994, y a continuación por la Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (actualmente, Euronext Lisboa). En 1999 se incorporó a esta lista South African Futures Exchange. En enero de 2000, Hong Kong Futures Exchange inició también la negociación de FsA, para posteriormente introducir una versión transfronteriza del mismo producto, los llamados *International Stock Futures*, en octubre de 2001. En noviembre de 2000 se adhirió a esta serie de iniciativas Amsterdam Exchanges (actualmente, Euronext Amsterdam), como también lo han hecho en fechas posteriores Helsinki Exchanges, Montreal Exchange y la Bolsa Italiana, sin ánimo de exhaustividad.

En enero de 2001 Meff lanzó contratos sobre las cinco acciones españolas de mayor capitalización (9) como reacción a otra iniciativa

(9) Telefónica, SCH, BBVA, Endesa y Repsol YPF. En mayo de 2002 se añadieron Iberdrola, Inditex, Telefónica Móviles y Terra.

de Liffe, que acometió también en 2001 la primera admisión a cotización transfronteriza de FsA, constando en la actualidad de noventa y seis contratos sobre acciones de empresas domiciliadas en once países diferentes. Sin embargo, ni los futuros referidos a acciones británicas ni aquellos cuyo subyacente es un valor extranjero han concitado la atención de los inversores.

Los últimos mercados en introducirlos han sido Singapore Exchange, en octubre de 2001; Nasdaq Liffe Markets (10) (NQLX), en febrero de 2002, y Moscow Interbank Currency Exchange, en abril de 2002. Las expectativas en los mercados sobre la «revolución» que podrían representar los FsA subieron de nivel con el anuncio, por parte de NQLX, del lanzamiento de veinticinco contratos. Aproximadamente al mismo tiempo, OneChicago (11) definió también el conjunto de empresas norteamericanas para las que lanzará FsA (12). En ambos casos, el lanzamiento solo ha podido ser efectivo más tarde, una vez los reguladores norteamericanos han alcanzado un acuerdo regulatorio previo. En contraposición a estas iniciativas, Eurex ha puesto en duda, por el momento, el interés de introducir FsA en el mercado alemán.

En general, los subyacentes de los FsA que se han lanzado han sido los valores de mayor capitalización y liquidez en los mercados de contado correspondientes. Sin embargo, la mayoría no ha tenido una acogida calurosa por los inversores. La gran excepción en este sentido ha sido el caso español, donde la posición abierta en los cinco primeros contratos cotizados ha alcanzado cotas desconocidas en otros mercados. El gráfico 1 compara el éxito de los FsA en Meff y en Liffe. Si se toma como medida del mismo la posición abierta relativa de los contratos más significativos en ambos mercados, se aprecia el «raquitismo» de Liffe en este segmento.

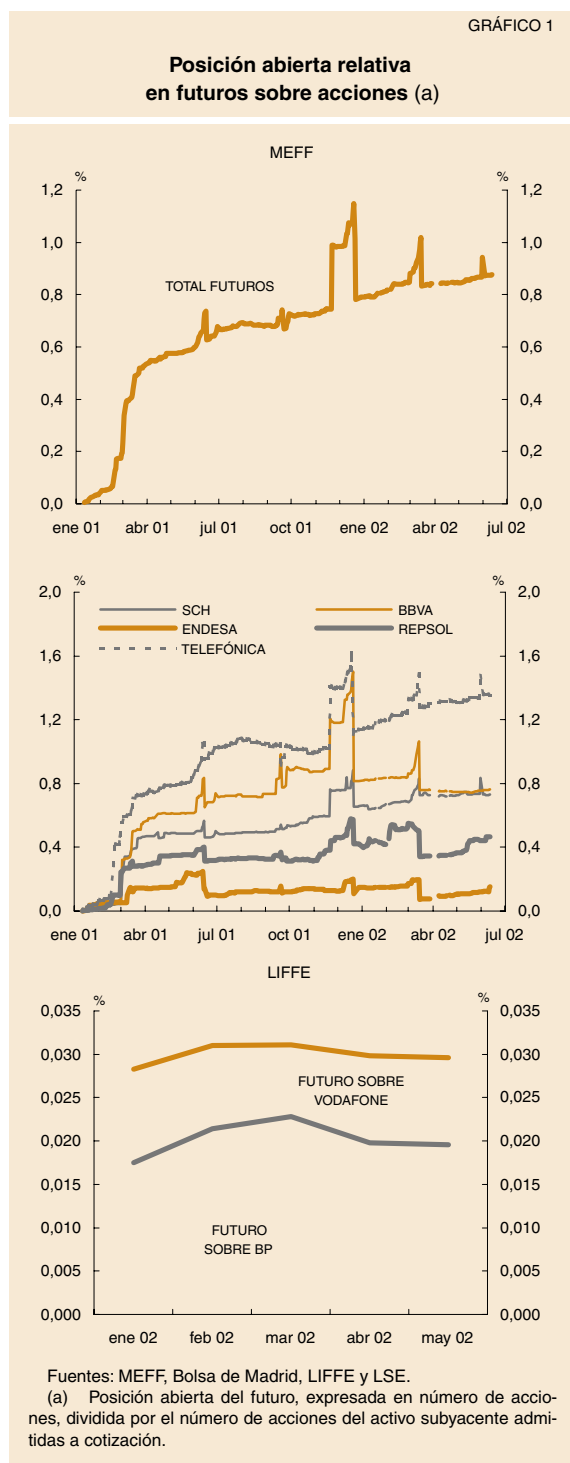
#### 4. FUTUROS SOBRE ACCIONES, APALANCAMIENTO Y ESTABILIDAD FINANCIERA

Tradicionalmente los préstamos destinados a financiar la adquisición de valores se han asociado con inestabilidades en los mercados de valores, especialmente en EEUU, donde

(10) Una ambiciosa iniciativa conjunta del mercado bursátil norteamericano y el británico de derivados.

(11) Un proyecto de colaboración entre Chicago Mercantile Exchange (CME), Chicago Board Options Exchange (CBOE) y Chicago Board of Trade (CBOT).

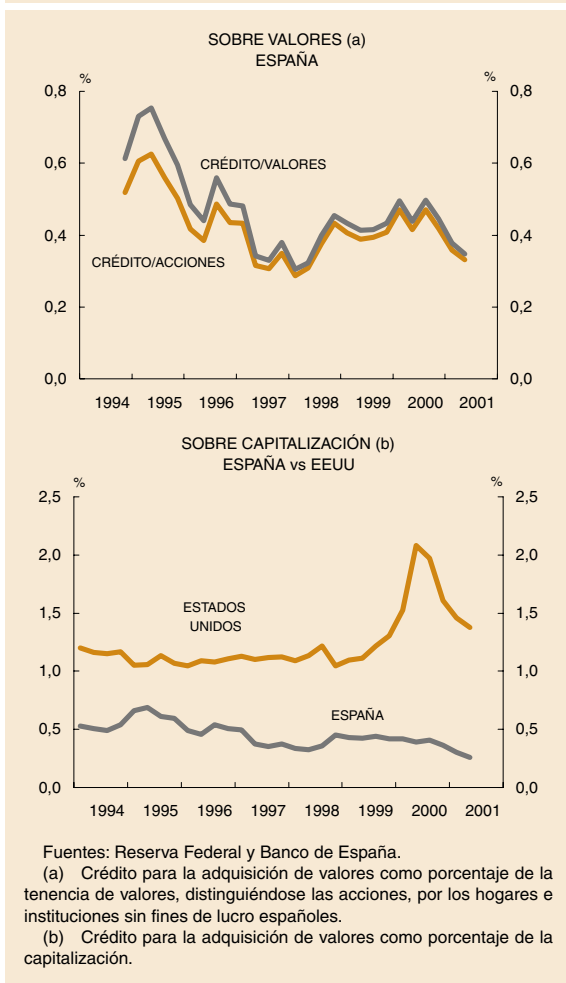
(12) En Estados Unidos, también American Stock Exchange e Island Futures Exchange han manifestado su interés por el mercado de FsA.



esta «mala prensa» ha tenido inequívocas expresiones regulatorias. Así, los intermediarios bursátiles están sometidos a una regulación de la Reserva Federal (Regulación T) que limita el crédito que pueden conceder a sus clientes para la adquisición de valores. También en otros países el apalancamiento para la adquisición de valores se ha percibido negativamente, aunque no haya tenido una expresión formal comparable a la de Estados Unidos. En España, las entidades de crédito deben informar al

GRÁFICO 2

## Crédito para la adquisición de valores



supervisor del crédito para la adquisición de valores. El reducido importe relativo del crédito en relación con la capitalización revela la percepción negativa que tiene entre las entidades (ver gráfico 2). Además, existe una regulación del crédito al mercado que limita el apalancamiento y la duración del mismo en el entorno bursátil (13).

Tanto en Estados Unidos como en España, el volumen relativo del mercado de crédito para la adquisición de valores (ver gráfico 2) muestra que el apalancamiento efectivo en los mercados bursátiles es marginal. Es decir, o las familias disponen de mecanismos alternativos para financiar la adquisición de valores, o simplemente valoran negativamente el apalancamiento. Bajo ambos escenarios cabe concluir que el éxito de los FsA en España no se ha basado en el apalancamiento implícito que ofre-

(13) Las garantías mínimas exigidas en operaciones de crédito del sistema bursátil suponen el depósito en garantía de al menos el 35% del importe del valor.

cen, en contra de lo afirmado por Lascelles (2002).

La convicción en el limitado alcance de una demanda de instrumentos derivados por un motivo de apalancamiento explica, posiblemente, la ausencia de «complejos» con la que se lanzaron en España los futuros sobre índices de renta variable —y posteriormente los FsA—, al contrario que en Estados Unidos. Así, como ya sucedió con los futuros sobre índices de renta variable, los FsA no deberían entrañar ninguna nueva consideración prudencial especial. Pero tampoco debe obviarse que el levantamiento de una restricción puede facilitar el acceso al mercado a una minoría de agentes restringidos, acentuando el protagonismo de los *day traders* y otros inversores similares.

Precisamente esta última cuestión ha resultado muy sensible en EEUU. La CFMA dispone la necesidad de asegurar la consistencia financiera entre las distintas vías de exposición apalancada a la renta variable, y una de las causas del retraso de lanzamiento de los FsA ha sido, precisamente, la aprobación de las reglas definitivas que regirán la «colateralización» de posiciones de clientes en FsA. La versión definitiva de las mismas (14) establece las garantías iniciales en un 20% del valor de mercado del contrato, aunque mantener la coherencia regulatoria exigía compatibilizar los requisitos de colateral en FsA, los requerimientos en opciones sobre acciones (20% más el valor de la prima, en posiciones cortas) y los límites existentes a la financiación de acciones en contado (50%). Esta inconsistencia ha sido criticada por su impacto en términos del posible trasvase de actividad desde contado hacia futuro que podría desencadenar en EEUU [véase Partnoy (2001)]. Sin embargo, de acuerdo con lo razonado más arriba, el impacto cuantitativo de ese trasvase debería ser pequeño si la dimensión del colectivo de inversores restringidos es efectivamente pequeña.

## 5. LA DEMANDA DE FUTUROS SOBRE ACCIONES EN ESPAÑA

Tal como se argumenta más adelante, el éxito de los FsA en España puede haberse basado, fundamentalmente, en la interacción entre el *free float* de acciones existente y una restricción vinculante a la que se han venido enfrentando los fondos de inversión europeos. Todos los fondos de inversión europeos están sujetos a determinados límites a la concentración de su inversión. En España, la Ley 46/1984 concreta esas restricciones estableciendo,

(14) Véase CFTC y SEC Joint Release, nº 34, File nº 7.

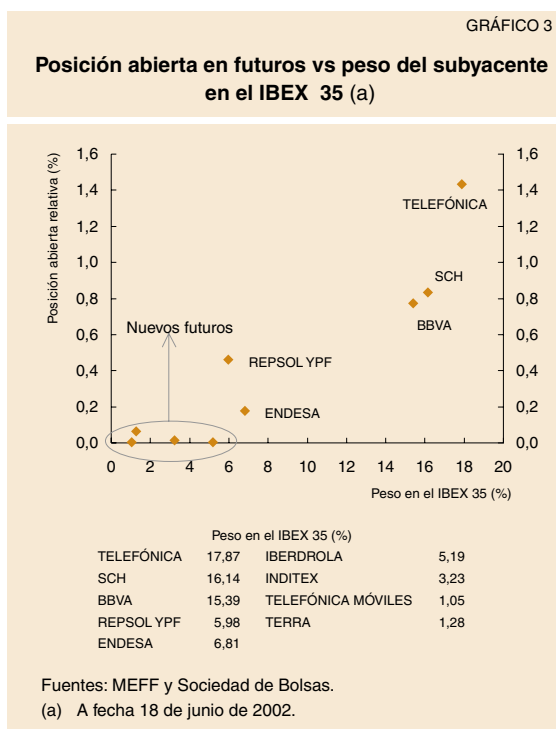
como criterio general de política de inversión, que ninguna institución de inversión colectiva (IIC) puede tener invertido en valores emitidos o avalados por una misma sociedad más del 5% de su activo, límite que se amplía al 10% siempre que el total de las inversiones de la institución en valores en los que se supere el 5% no exceda del 40% del activo de la misma.

Estas restricciones han podido tener un impacto más estricto en España por la combinación de dos factores. En primer lugar, por la relativa extensión de una política comercial de productos de inversión con un componente de renta variable basado en el *benchmarking* al índice doméstico (Ibex 35). Y en segundo lugar, por el elevado peso en el índice de unas pocas sociedades. La tabla incorporada en el gráfico 3 muestra los pesos en el índice Ibex 35 de las principales sociedades que forman parte del mismo. Dada la suma de los pesos de las tres primeras sociedades, mantener una exposición en un producto de inversión de renta variable que respete esas ponderaciones exige sobrepasar el límite del 40%. Los FsA permiten atenuar esta limitación, ya que, en condiciones de adecuado arbitraje, su rendimiento puede replicar el de una inversión en contado, mientras su naturaleza híbrida les exonera de los límites a la concentración (15). El gráfico 3 pone de manifiesto que existe una relación positiva entre la posición abierta relativa de los contratos sobre acciones negociados y el peso en el Ibex 35 de las sociedades, lo que es consistente con la tesis de que la demanda de FsA ha podido obedecer a las restricciones a la concentración en los fondos de inversión (16).

Obviamente, la viabilidad de esta práctica de superar las restricciones a la concentración mediante FsA descansa en varios supuestos. Entre ellos está la capacidad de las instituciones de inversión colectiva para apalancarse en derivados negociados en mercados organizados, una posibilidad recogida en la normativa europea (UCITS) para fondos de inversión. Otro supuesto necesario es que la elusión de los límites sea más difícil a través de derivados OTC de renta variable, como los *equity swaps*, o mediante productos estructurados. En este sentido, es interesante observar que en el Reino Unido la emisión de productos estructurados negociables con

(15) Datos sobre la sectorización institucional de la posición abierta en FsA y el examen de los estados trimestrales de las IIC confirman que los fondos de inversión mantienen una posición larga en FsA próxima al 90% de la posición abierta total.

(16) La menor posición abierta de los FsA con menor ponderación también podría justificarse por su relativa novedad.

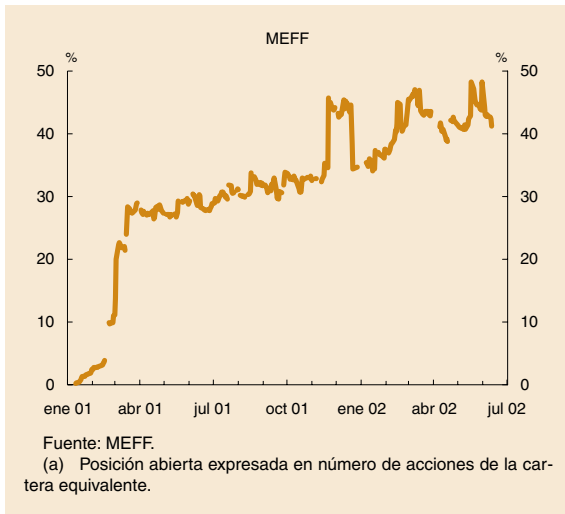


rendimientos vinculados a los de los valores sujetos a restricciones de inversión permitiendo soslayar el problema descrito, sin necesidad de derivados OTC ni de FsA.

Una de las conclusiones que resultan de esta explicación del éxito de los FsA en España es que la robustez de su demanda está limitada. En primer lugar, porque la restricción vinculante motivada por la práctica comercial de *benchmarking* podría ser soslayable si se modifica adecuadamente el índice de referencia. Y en segundo lugar, porque el mantenimiento de la demanda de FsA en el futuro exigiría la persistencia en el tiempo de una orientación mayoritariamente nacional en el perfil de los productos de renta variable demandados por los inversores. Si el índice al que respondiese la filosofía de inversión acabase siendo de alcance pan-europeo, no habría una restricción vinculante como la descrita. De todas formas, conviene observar que la política de inversión en acciones de los fondos de inversión españoles tiene ya un importante componente europeo: a mediados de 2001, alrededor del 60% del patrimonio invertido en acciones denominadas en euros correspondía a la cartera exterior. Ciertamente, ni este dato ni la escala de la demanda actual de FsA en Meff anticipan la proximidad de la reducción en la misma. Como muestra el gráfico 4, el mercado de FsA representa, en términos de posición abierta, aproximadamente la mitad del de futuros sobre el Ibex 35. Además, el gráfico 5 pone en evidencia que los FsA son un contrato con una rotación media significativamente inferior a la de

GRÁFICO 4

**Posición abierta en futuros sobre acciones / posición abierta en futuros sobre el IBEX 35 (a)**



los futuros sobre el Ibex 35. Este hecho y la existencia de posición abierta en FsA a vencimientos muy lejanos confirman el empleo estable y ajeno al *trading* con el que se emplean estos instrumentos en España.

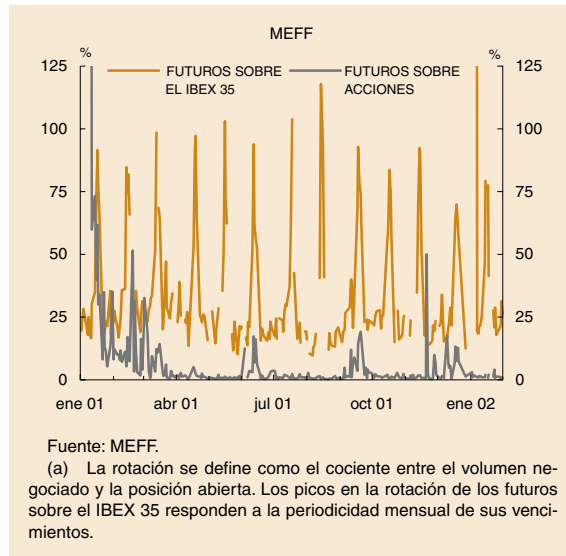
Otra cuestión de interés es la sustitución que parece haberse producido en Meff entre opciones sobre acciones y FsA. El gráfico 6 representa la posición abierta agregada de FsA, *calls* y *puts*. Filtrando visualmente el efecto de final de año en la demanda de opciones, se observa que el lanzamiento de los FsA ha supuesto una caída en la media de la posición abierta en opciones sobre acciones. Sin embargo, el crecimiento de los FsA ha compensado con creces dicho descenso.

**6. BOLSAS, MERCADOS DE DERIVADOS Y FUTUROS SOBRE ACCIONES**

Los FsA constituyen un instrumento con múltiples aplicaciones en la gestión de carteras de renta variable, pero el hecho de que una demanda estable de los mismos dependa de la existencia de restricciones vinculantes para algún grupo de agentes determina cierta falta de robustez como instrumento. A pesar de ello, distintos mercados del mundo han depositado considerables esperanzas en su lanzamiento. De hecho, los FsA han constituido la base de alianzas entre mercados diferentes, como la alcanzada entre Nasdaq y Liffe, o entre mercados tradicionalmente distanciados, como la formada por CME, CBOE y CBOT. La iniciativa transfronteriza de Liffe parece revelar, asimismo, cierta dimensión estratégica de cara a la competencia entre mercados.

GRÁFICO 5

**Rotación (a)**



La conclusión que se anticipaba al inicio de este apartado permite predecir que estos proyectos alcanzarán, una vez puestos en marcha, una escala bastante más moderada que la que anticipan los esfuerzos desplegados para llevarlos a cabo. De hecho, cabe argumentar que las alianzas alcanzadas en el mercado norteamericano constituyen soluciones defensivas para sus miembros, en la medida que les permiten ahorrar costes de desarrollo.

En realidad, existen argumentos de organización industrial que también cuestionan el futuro de los FsA. En una hipotética competencia entre bolsas y mercados de derivados, los segundos podrían verse sometidos a externalidades negativas en favor de las primeras, si el sistema de liquidación bursátil está integrado verticalmente en la bolsa y si, además, la liquidación al vencimiento de los FsA tiene lugar mediante entrega. La fijación de cánones de liquidación especiales o cualquier restricción operativa permitiría a la bolsa amenazada condicionar la oferta de servicios de contratación de FsA por parte del mercado competidor. Obviamente, en esas circunstancias la intervención de los reguladores y/o la adopción de procedimientos de liquidación por diferencias constituyen condiciones necesarias para el éxito de FsA (17).

Por lo que se refiere a la competencia entre mercados que ofrecen FsA, las variables estra-

(17) En este sentido resulta llamativo observar que Liffe liquide sus contratos transfronterizos por diferencias, mientras que su iniciativa en EEUU (NQLX) se liquide por entrega.



técnicas disponibles pertenecen a dos entornos: contratación y poscontratación. En el primer aspecto, el recurso generalizado a un libro electrónico centralizado de órdenes deja como principal elemento para la competencia la presencia o ausencia de creadores de mercado y su contribución a la acumulación de liquidez. En la segunda dimensión, tan solo la eficiencia técnica debería marcar diferencias. La necesidad de autorización previa por parte de los reguladores de cualquier sistema de cálculo de garantías, unida al mandato de neutralidad entre mercados en sus decisiones, debería limitar cualquier competencia entre mercados oferentes de FsA basada en una reducción de los estándares de calidad en la gestión del riesgo de contrapartida.

Otros argumentos de organización industrial que cuestionan el potencial de desarrollo de los FsA son aplicables específicamente al caso norteamericano. En un contexto de separación institucional entre la industria de valores y la de derivados, cada una con su propio regulador e intermediarios, un hipotético desplazamiento de actividad de las bolsas hacia FsA podría amenazar algunos segmentos de actividad de los bancos de inversión [véase Polyn (2002)], disminuyendo por tanto sus incentivos a promover este producto.

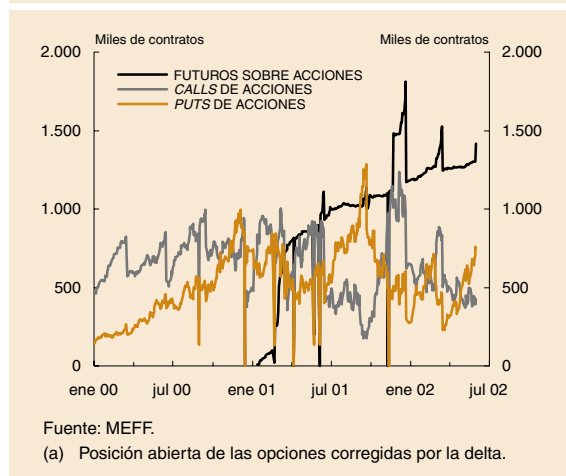
Desde otro punto de vista, la multiplicidad en la oferta de FsA en EEUU podría ser el germen de su propio fracaso si conduce a la fragmentación de su liquidez. Tanto a nivel de contratación como de compensación, la congregación de órdenes es, a la vez, síntoma y condición para el éxito de cualquier instrumento. Ahora bien, todas estas dudas sobre un éxito generalizado para los FsA no ponen, sin embargo, en cuestión la revolución que introducen. En el caso de Estados Unidos constituyen un precedente para la armonización de las industrias de valores y derivados.

## 7. CONCLUSIONES

La autorización y el próximo lanzamiento de FsA en Estados Unidos han suscitado un elevado interés, ya que han requerido el levantamiento de una prohibición histórica del Congreso norteamericano. Con anterioridad, la introducción de FsA había adquirido también cierta dimensión estratégica en Europa, pero el proyecto de Liffe ha languidecido desde su inicio y se ciernen numerosas dudas sobre las posibilidades de éxito de las diversas plataformas que introducirán en breve FsA. Meff, sin embargo, constituye una excepción en el panorama internacional, por el éxito que han cosechado los FsA que introdujo en 2001.

GRÁFICO 6

### Posición abierta en futuros y opciones sobre acciones (a)



Los FsA constituyen una innovación efectiva en los mercados de renta variable, en dos aspectos de microestructura. En primer lugar, permiten la contratación a plazo de acciones, una operativa tradicionalmente vedada en los entornos bursátiles. En segundo lugar, facilitan la adopción de posiciones cortas en acciones, otro aspecto sujeto a restricciones en la mayor parte de plazas bursátiles. Pero el análisis de estas innovaciones, reafirmando su utilidad, no demuestra, sin embargo, que las mismas estimulen necesariamente una demanda estable a largo plazo de estos productos. Cabe aventurar diversos empleos de los FsA con fines de *trading* e, incluso, de cobertura. En concreto, se argumenta que, incluso en determinadas jurisdicciones en las que la adquisición apalancada de acciones está sujeta a restricciones, la introducción de los FsA supondrá una liberación de las mismas para un grupo cuantitativamente poco numeroso de agentes: aquellos próximos a las prácticas del *day trading*. El análisis del caso de Meff revela que, en cierta medida, ese ha sido el caso. Sin embargo, la aparición de una demanda estable en el mercado español parece que responde más a la existencia de restricciones vinculantes (de concentración) a las que un grupo de inversores (los fondos de inversión) se ha visto sometido, y para cuya atenuación han podido servir eficazmente los instrumentos objeto de este estudio. Una cuestión que queda abierta tras este análisis se refiere a la modalidad bajo la que han podido atenuar estas mismas restricciones los fondos de inversión del resto de países de la Unión Europea.

Aunque el efecto desplazamiento de agentes especuladores hacia los FsA no se considere cuantitativamente demasiado importante

para su desarrollo, sí merece atención el tratamiento regulatorio de los riesgos que surgen en ese contexto, especialmente en Estados Unidos, donde la regulación T limita el apalancamiento en los mercados norteamericanos de renta variable, utilizando como instrumento de control regulatorio el sistema de garantías. La introducción de FsA en Estados Unidos exigía también, entre otras cuestiones, determinar los procedimientos de afianzamiento de las posiciones de clientes. El hecho relevante, desde una perspectiva de organización industrial, es que este requisito previo, así como otros adicionales, debían determinarlos conjuntamente la SEC y la CFTC. La verdadera revolución introducida con el mandato del Congreso es este primer paso —tímido, hasta el momento, en su materialización— hacia la normalización del complejo marco institucional norteamericano de

reguladores y mercados de valores, por un lado, y de derivados, por otro.

24.9.2002.

### BIBLIOGRAFÍA

- CFTC, SEC (2002). *Customer Margin Rules Relating To Security Futures*, SEC, CFTC, 2 de julio.
- DANIELSON, B. y SORESCU, S. (2001). *Short sale constraint and Overvaluation*, Universidad de Houston.
- LASCELLES, D. (2002). *Single stock futures: the ultimate derivative*, Centre for the Study of Financial Innovation Document.
- PARTNOY, F. (2001). *Comments on Joint Proposed Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures*, University of San Diego School of Law.