

FUTUROS SOBRE ACCIONES: DEMANDA E IMPLICACIONES SOBRE LOS MERCADOS DE RENTA VARIABLE

José Ramón Martínez Resano y
Liliana Toledo Falcón



Banco de España

Banco de España — Servicio de Estudios
Documento de Trabajo n.º 0218

**Futuros Sobre Acciones:
Demanda e Implicaciones sobre
los Mercados de Renta Variable (*)**

**José Ramón Martínez Resano
Liliana Toledo Falcón**

* Agradecemos los comentarios recibidos de Ignacio Solloa y Ramón Santillán.

Resumen

Este trabajo estudia los futuros sobre acciones desde una perspectiva centrada en las implicaciones que cabe esperar de su introducción sobre la organización de los mercados de renta variable. El contexto que motiva este estudio lo conforman la “revolución” que ha rodeado en Estados Unidos a la autorización para lanzar futuros sobre acciones y el éxito que este producto ha cosechado en el mercado español MEFF. En el trabajo se procede a un examen detenido de los rasgos definitorios del producto, de entre los que destacan, por comparación con el contado, su apalancamiento implícito, la liquidación a plazo y la separación entre la exposición a los rendimientos económicos y la asunción de derechos políticos. El examen del éxito de la versión española del producto revela que buena parte de su atractivo ha descansado, sin embargo, en la existencia de una demanda forzada por restricciones de inversión vinculantes para ciertos inversores. Los futuros sobre acciones han permitido eludirlas. No obstante, también se argumenta que la introducción de futuros sobre acciones constituye un hecho con un impacto potencial notable sobre los mercados de renta variable, especialmente en Estados Unidos. En este país, el mandato de autorización de futuros sobre acciones por parte del Congreso constituye una medida que superpone los ámbitos regulatorios de la SEC y la CFTC y, en consecuencia, se interpreta como un paso en la normalización del confuso marco de la industria de valores norteamericana.

1. Introducción

Los futuros sobre acciones no constituyen una “innovación financiera” extraordinariamente novedosa. De hecho, los futuros sobre índices de renta variable, un instrumento similar, aunque ligeramente más sofisticado, ya se habían introducido a comienzos de los años ochenta. Además, resulta curioso observar que las opciones sobre acciones han tenido vida propia incluso antes que los futuros sobre acciones. El “Chicago Board of Exchange” (CBOE) comenzó su andadura ya en 1973 con opciones sobre 16 acciones. En realidad, los antecedentes de los futuros sobre acciones se remontan en el tiempo varios siglos atrás.

Sin embargo, los futuros sobre acciones han venido concentrando desde hace ya algunos años buena parte de la atención de los mercados de renta variable de Europa y EEUU. En Estados Unidos, las iniciativas para reintroducir los futuros sobre acciones en la época actual se vienen sucediendo desde hace ya tiempo y han sido objeto de opiniones encontradas en el ámbito regulatorio. En Europa, la iniciativa del mercado londinense LIFFE de lanzar, en 2001, contratos de futuro sobre un amplio espectro de acciones de empresas británicas y extranjeras concedió a esos instrumentos un renovado interés. En ambos lados del océano, los futuros sobre acciones se contemplaban como un instrumento con importantes implicaciones transformadoras sobre la organización industrial de los mercados bursátiles. La eliminación de barreras al posicionamiento en corto y a la exposición a plazo en los mercados de renta variable constituyen, aparentemente, la fuente de ese poder transformador.

En este contexto, el lanzamiento en España a cargo de MEFF de futuros sobre acciones de empresas españolas se ha visto agraciado por un éxito desconocido en iniciativas similares en otros mercados.

El objeto de este trabajo es contribuir a la comprensión de los futuros sobre acciones desde una perspectiva aplicada, ya que la naturaleza híbrida de los mismos suscita cuestiones controvertidas en terrenos muy diferentes. Su alcance es diverso y comprende, entre otras, preguntas sobre cuál debe ser su tratamiento regulatorio, cuáles son las fronteras que separan mercados derivados y bolsas o cuáles son los posibles efectos de la introducción de futuros sobre acciones en términos de estabilidad financiera. Definitivamente, los futuros sobre acciones constituyen un objeto de estudio interesante desde múltiples facetas. Para abordarlo de forma sistemática, este trabajo se estructura como sigue.

En el apartado 2 se describe la naturaleza económica y contractual de un futuro sobre acciones. La caracterización del instrumento en cuestión establece lo híbrido de su naturaleza, consistente en una compra apalancada de acciones de una compañía. A diferencia de lo que sucede con los futuros sobre índices de renta variable, la escasa

diferenciación entre el futuro sobre acción y el activo de contado es la fuente de potenciales problemas regulatorios, así como de una hipotética sustituibilidad entre mercados de derivados y bolsas. Por ello, en este apartado se procede a un detenido examen del instrumento desde un punto de vista funcional.

En el apartado 3, basándonos en la caracterización previa, se describen distintas razones por las que el futuro sobre acción puede ser útil. En el siguiente apartado, se repasa la experiencia con futuros sobre acciones en distintos países, situando en el contexto internacional el éxito cosechado por MEFF.

Explicar ese éxito y, en general, identificar las razones por la que los futuros sobre acciones son instrumentos que pueden tener “vida propia”, exige profundizar algo más en los principales argumentos con los que se ha justificado su utilidad. En concreto, en el apartado 5 se analiza tentativamente un “motivo apalancamiento” como posible determinante principal del atractivo de este instrumento, así como la justificación de posibles cautelas por razones de estabilidad financiera.

La línea argumental anterior resulta atractiva a primera vista, aunque exige presuponer la existencia de una serie de agentes sujetos a restricciones para financiar la compra de acciones. En algunos países, como EEUU, estas restricciones son explícitas y están recogidas por razones históricas de estabilidad financiera en su regulación bancaria o de valores. En el mismo apartado 5 se describen esas restricciones estatutarias en EEUU, su ausencia en otros países y las implicaciones de esas diferencias regulatorias a efectos de la autorización de los futuros sobre acciones. En concreto, constituye una cuestión de suma importancia la consistencia entre el grado de apalancamiento disponible para la adquisición de acciones a través del mercado de futuros y el accesible fuera del mismo.

Admitiendo que el apalancamiento disponible a través de los futuros sobre acciones es un argumento potencialmente relevante, el apartado 6 aborda el motivo fundamental del éxito de los futuros sobre acciones en España. En concreto, los límites a la concentración de la inversión a los que están sometidos los fondos de inversión, la extensión de las prácticas de *benchmarking* en la oferta de sus servicios de gestión de carteras y la elevada ponderación de las grandes empresas españolas en el índice IBEX 35 explican, conjuntamente, el éxito en España de los futuros sobre acciones.

Esta última razón para el atractivo de los futuros sobre acciones no concede mucho margen a la creencia de que las fronteras entre bolsas y mercados derivados pueda estar difuminándose. Es más, todos los motivos apuntados para una demanda estable de futuros sobre acciones se basan en la necesidad de superar alguna restricción en el mercado de contado. Por esta razón, cabe dudar de la robustez a largo plazo de una demanda de futuros sobre acciones, si esas restricciones no resultan inmutables.

En el apartado 7 la discusión se conduce al terreno de la organización industrial de los mercados. Habiendo sido éste el tema implícito en todos los apartados previos, aquí se

razona ahora sobre cómo la relación vertical existente entre mercado de derivados y de contado puede debilitar la autonomía con la que los primeros pueden lanzar futuros sobre acciones y “competir” con los segundos. Se argumenta que la intervención del regulador de los mercados de valores resulta necesaria en este contexto, por dos razones. En primer lugar, para “controlar” el efecto de la externalidad a la que se ven sometidos los mercados de futuros sobre acciones. En segundo lugar, para asegurar que la dimensión en la que estos últimos planteen la competencia no sea la de reducir criterios prudenciales como las garantías exigibles, etc. De todas formas, la relevancia de la autorización de los futuros sobre acciones en Estados Unidos, en términos de organización industrial, obedece a sus efectos en favor de una normalización de la confusa distribución de competencias entre reguladores de valores (SEC) y reguladores de derivados (CFTC).

2. Futuros sobre acciones: diferencias con el contado

Un contrato de futuro sobre una acción (en adelante, FsA, tanto en singular como en plural) constituye un acuerdo para comprar o vender a plazo un paquete de acciones de una determinada empresa¹ bajo las reglas de un mercado organizado. Como ocurre en otros contratos de futuro, estas reglas comprenden las normas que rigen principalmente los procedimientos operativos de compensación y liquidación de esos instrumentos.

La caracterización de los FsA exige especificar todas esas reglas en detalle. Sin embargo, conviene antes adquirir cierta comprensión funcional de la naturaleza de esos instrumentos por comparación con la del contado. Para ello se requiere recordar previamente las etapas a las que responde el ciclo de contratación-liquidación de las acciones en el mercado de contado.

En la mayor parte de mercados bursátiles modernos, la liquidación de una contratación efectuada en una fecha T tiene lugar 3 días hábiles más tarde, cuando se intercambia el efectivo por los valores. Sin embargo, no ha sido siempre ese el procedimiento al que ha respondido la liquidación en las bolsas. Durante mucho tiempo, la entrega de valores contra efectivo en concepto de liquidación de operaciones de compraventa realizadas en diferentes días tenía lugar, de forma agrupada, en una misma fecha del mes. Así, en Francia y en Italia las liquidaciones del mes se acumulaban en un determinado día del final del mismo².

¹ Salvando otras discrepancias operativas, la principal diferencia contractual con un futuro sobre índice estriba en que este último se refiere a una cesta de diferentes acciones.

² En España, la reforma del sistema de liquidación de valores de 1974 permitió que en la Bolsa de Madrid los valores al portador se liquidaran el viernes de la semana siguiente a aquella en la que se realizó la operación. Es este desfase el que amparó, durante la vigencia de dicho sistema de liquidación, la práctica de contratación que, conocida como “semaneo”, se comentará más adelante. En 1992 el sistema de liquidación de las bolsas españolas pasó a responder al criterio T+5, hasta febrero de 1997, cuando se adoptó el criterio T+3.

Lo que interesa destacar con ese breve recordatorio histórico es que la distinción entre compraventas bursátiles a plazo y al contado responde a la configuración de la fase de poscontratación. Los ejemplos anteriores muestran, básicamente, que un mismo marco de negociación ha dado cobijo en distintos momentos a diferentes conceptos de “contado”. Sin embargo, desde un punto de vista financiero esos diferentes conceptos deben resultar distinguibles en cierto grado. Así, por ejemplo, Solnik (1990) identifica empíricamente efectos de fin de mes en los precios cotizados en la bolsa parisina, debidos a los diferentes costes de “arrastrar” la posición hasta el final del mes, dependiendo de la fecha en la que se ha adquirido el valor, cuando regía el sistema de liquidación agrupado descrito anteriormente.

Precisamente, uno de los objetos de este trabajo es identificar cuáles son los elementos precisos en los que se basa la diferenciación entre los FsA y la adquisición de acciones en contado. Para abordar de forma ordenada este propósito, la discusión atenderá a los siguientes conceptos diferenciadores: apalancamiento, rendimiento económico y derechos políticos, posibilidad de posicionamiento en corto, liquidación y custodia, y, finalmente, regulación. Debe recordarse que el enfoque de acuerdo al cual se presentan las características de los FsA es este de comparación con el contado. Obviamente, rasgos como el del apalancamiento o la posibilidad de posicionamiento en corto no son aspectos privativos de los FsA: los futuros sobre índices de renta variable también los presentan. Pero no es ésta la comparación que interesa en este trabajo.

Obsérvese, además, que la organización bajo la que se desenvuelve la negociación de FsA o de acciones no se considera realmente un motivo de diferenciación entre los mismos. Este hecho no impide, sin embargo, que los FsA puedan constituir un adecuado vehículo en la búsqueda del precio que equilibra el mercado (*price discovery*), si es que la ausencia de costes de transacción significativos les concede ventajas en tal sentido. Por otro lado, conviene destacar que, al incluir la regulación como uno de los posibles criterios de distinción entre FsA y acciones, se está planteando explícitamente la tesis de que la regulación puede constituir un motivo autónomo de diferenciación entre ambos instrumentos. Por tanto, no debe confundirse este planteamiento con otro en el que la relación causal sea la inversa: es decir, con uno en el que las diferencias entre los instrumentos son las que determinan tratamientos regulatorios específicos.

2.1. Apalancamiento

Uno de los principales atractivos de los futuros es su potencial para generar grandes beneficios con reducidos desembolsos iniciales. Obviamente, el elevado apalancamiento financiero que les caracteriza actúa de manera opuesta cuando la evolución de las cotizaciones actúa en contra de la posición adoptada. Naturalmente, esta cualidad del futuro constituye un motivo para consideraciones prudenciales, por sus implicaciones en términos de estabilidad financiera.

Como expresión de ese principio general, válido para todos los futuros, los FsA son también productos con un notable 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 que compensa esos contratos³. En la tabla 1 se resumen las características de algunos de los FsA que se han lanzado hasta el momento en distintos mercados. En dicha tabla puede apreciarse que el desembolso inicial representa una reducida proporción del valor facial del contrato. En MEFF ese porcentaje depende del perfil de riesgo de la acción, oscilando entre el 15% y 25%⁴.

Un análisis convencional de la funcionalidad económica de estos contratos demuestra que las garantías diarias se pueden conceptualizar como el capital propio comprometido en la adquisición a plazo del paquete de acciones en cuestión. De esta forma, al igual que ocurre en cualquier otra clase de contratos de futuros, los FsA constituyen compras apalancadas de acciones, en tanto en cuanto permiten mantener una exposición al subyacente antes de haber debido desembolsar la totalidad del precio del activo adquirido. En este sentido, se puede decir que un FsA comprende un paquete de “financiación” implícita.

La constatación anterior solo cobra verdadera importancia cuando se contrapone a la práctica en lo relativo a financiación en el mercado de contado. En este sentido, cabe observar que la demanda de FsA no debería confundirse, a priori, con un interés por la acción subyacente, en la medida en que la financiación implícita contenida en el FsA puede tener un valor significativo en sí misma. Como consecuencia de este hecho, resulta necesario examinar las condiciones de financiación de la adquisición de acciones en los mercados bursátiles.

El apartado 5 examinará con cierto detalle esta última cuestión. Sin embargo, conviene anticipar que, ya sea por la ausencia de mercados de financiación para la adquisición de acciones integrados con los de contado⁵, o porque existen restricciones a la financiación total accesible mediante los canales efectivamente disponibles, el paquete de “financiación” contenido en un FsA tiene valor propio. La reducción de los costes de transacción (en la financiación) que un FsA ofrece constituye la esencia de su virtualidad en esa dimensión. Obviamente, esa ventaja es tanto mayor cuanto más difícil o costosa resulte la obtención de financiación para la adquisición del valor en cuestión. En este sentido, la variante transfronteriza de FsA lanzada por LIFFE (véase apartado 5), conocida como

³ Garantía diaria en la terminología de MEFF, o *initial margin* en la terminología anglosajona.

⁴ De todas formas, debe observarse que, como ocurre en otras cámaras de compensación de instrumentos derivados, el sistema de determinación de las garantías responde a un método de cartera global que admite cierto grado de compensación entre instrumentos. En concreto, los FsA y las opciones sobre acciones cuyo subyacente es el mismo son susceptibles de compensación.

⁵ A diferencia a lo que sucede en los mercados de deuda, los mercados de “repos” de acciones son una excepción en el entorno de la renta variable, por distintas razones. Obviamente, cualquier restricción a la operativa a plazo en acciones constituye un motivo eficaz.

Universal Stock Future, ha intentado trasladar esa posible ventaja a los participantes en una plaza *off-shore*, en la que, incluso, puede no negociarse el contado del futuro en cuestión. Naturalmente, asunto bien diferente es si la reducción en esos costes de transacción, a los que se está haciendo referencia, constituye un motivo suficiente para impulsar la demanda de los FsA.

2.2. Rendimiento económico y derechos políticos

La diferencia entre una posición en acciones y una en el FsA correspondiente resulta evidente por lo que se refiere a sus efectos patrimoniales respectivos. En términos económicos, el rendimiento de la primera alternativa deriva, por un lado, de los derechos a dividendos que otorga y, por otro, de las posibles ganancias de capital que permite. En cambio, por construcción, un FsA solo rinde bajo esta segunda modalidad. En general, esta diferencia no resulta significativa en términos prácticos si funciona adecuadamente el arbitraje. Obviamente, para que eso sea así, los arbitrajistas deben tomar en consideración las fechas de pago de dividendos y los importes de los mismos, a efectos de cotizar apropiadamente el FsA correspondiente. La siguiente expresión resume la relación de arbitraje entre las cotizaciones de futuro (F) y contado en acciones (S):

$$F = S \cdot (1 + r_f \cdot t_v) - d \cdot (1 + r_i \cdot (t_v - t_d))$$

donde r_f y r_i son, respectivamente, el tipo efectivo disponible para financiar la adquisición de acciones y el accesible para la inversión de liquidez; t_v y t_d son las fechas de vencimiento y de pago de dividendo, respectivamente, medidas desde la fecha de contratación, y el importe de los dividendos por acción se representa mediante la letra d .

Desde una perspectiva práctica, cabe observar que d es conocido con certidumbre solo a partir de la fecha en la que la junta general de accionistas aprueba la propuesta de los gestores. Esta incertidumbre no impide que el mercado trabaje con estimaciones sobre el importe del dividendo por acción. En cualquier caso, el anuncio del dividendo a cobrar solo debe tener, básicamente, un efecto escalón en la cotización del futuro, por el importe de la diferencia entre las estimaciones de mercado y el efectivamente anunciado. Otra fuente relevante de incertidumbre consiste en la fecha de pago del dividendo, especialmente si no resulta claro cuál es el contrato en cuya vigencia se hará efectivo su importe. Por otro lado, debe subrayarse que el tipo r_f puede no estar definido si no existe un mercado de financiación. En ese caso, la relación anterior permite identificar un tipo de financiación imputado, aun cuando su significado pueda ser controvertido.

En el gráfico 1 se representa la diferencia (F-S) para el FsA referido a Telefónica en el período enero 2001-enero 2002. Al no haber pagado dividendos en efectivo durante el

mismo, la acción de Telefónica permite examinar sin complicaciones el grado de arbitraje existente en España entre el mercado de contado y el de FsA⁶. Como puede comprobarse, existe entre ambos un diferencial medio próximo a los 15 céntimos de euro, salvando los desajustes iniciales al comenzar la negociación del instrumento en 2001.

Cuando el arbitraje funciona correctamente, el comprador de un FsA se convierte en beneficiario efectivo del rendimiento económico resultante de la propiedad de las acciones. Sin embargo, conviene destacar, aunque ello resulte obvio, que ello se consigue sin acceder a la propiedad de las mismas. Esta observación es relevante, por varias razones que se detallan a continuación.

En primer lugar, porque la existencia de beneficiarios del rendimiento económico de las acciones, pero sin derecho de voto, como ocurre en el caso de los tenedores de FsA, crea problemas de agencia desconocidos en otros instrumentos. En segundo lugar, porque esa precisa naturaleza híbrida del instrumento (rendimiento económico ligado a los derechos de propiedad sobre la empresa + ausencia relación contractual con la misma) da también pie a que se susciten cuestiones regulatorias que, en determinadas jurisdicciones, han condicionado el desarrollo de los FsA, como se verá más adelante. Y, finalmente, porque en la práctica existen inversores sujetos a restricciones a la inversión en determinadas empresas, para así evitar una excesiva concentración de riesgos o determinados problemas de agencia. El recurso a FsA permite sortear estas últimas limitaciones formales, sin por ello dejar de mantener una exposición económica a la empresa en cuestión similar a la de un accionista no sujeto a restricciones. Como se justificará más adelante, el éxito de los FsA en España tiene que ver, precisamente, con esta última razón.

Un elemento esencial en la definición de los términos de los contratos de FsA es el modo mediante el cual estos últimos replican los efectos que experimenta un tenedor de acciones, cuando tiene lugar alguna operación de capital en la sociedad emisora de las mismas. Con carácter general, conseguir ese mimetismo exige ajustar el precio al que se registran los contratos y/o el número de acciones subyacentes a un contrato y/o el número de contratos registrados, dependiendo de la operación de capital de que se trate. Así, por ejemplo, en una ampliación de capital totalmente liberada y sin diferencia de dividendos entre las acciones nuevas y las antiguas, el efecto dilución que la misma genera se puede reproducir mediante un ajuste en el precio de liquidación de los FsA que tenga en cuenta la relación entre las acciones antes y después de la operación. Asimismo, el aumento de las carteras de acciones que acudan a la ampliación puede reproducirse mediante un ajuste al alza en el número de acciones que son subyacentes del FsA.

⁶ En realidad, esto no es totalmente correcto, al haberse sustituido los dividendos en efectivo por acciones emitidas en ampliaciones al efecto. En el apartado 2.2 se discuten los ajustes en los FsA que estas operaciones requieren.

Pero no es el objetivo de este trabajo “desgranar” meticulosamente toda la casuística de operaciones de capital que exigen ajustes en los contratos de FsA, a fin de que éstos repliquen fielmente el comportamiento de las acciones. Las condiciones generales de los FsA de MEFF explicitan los procedimientos que adopta ese mercado cuando tienen lugar ampliaciones o reducciones de capital, desdoblamiento de acciones u otras distintas a las anteriores.

2.3. Posicionamiento en corto

Como se acaba de sostener en el apartado anterior, futuro y contado surten aproximadamente los mismos efectos económicos si el arbitraje entre ambos funciona correctamente. No es el objeto de este trabajo evaluar de forma extensiva la evidencia empírica sobre la calidad del arbitraje en FsA, aunque el ejemplo presentado más arriba parece indicar que es apropiada.

En cualquier caso, sí conviene apuntar una frecuente complicación de carácter estructural para el correcto arbitraje de FsA. Se trata del grado de dificultad con la que los arbitrajistas pueden adoptar posiciones cortas en las acciones subyacentes. En efecto, 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.

Sin embargo, la posibilidad de adoptar posiciones cortas en contado está seriamente limitada en los mercados bursátiles de muchas jurisdicciones, en contraste con lo que ocurre en los mercados de deuda pública. Al objeto de poder beneficiarse mediante transacciones en contado de una caída (esperada) en el precio de la acción, los agentes deben tomar prestado el valor en cuestión y, a continuación, proceder a su venta.

El hecho es que habitualmente existen diversas razones -que tienen que ver con la infraestructura de los mercados, con su regulación o con los incentivos imperantes- que limitan seriamente la posibilidad de ejecutar esas transacciones. Así, por ejemplo, en distintas jurisdicciones, entre las que se cuentan EEUU y Japón, rige una norma que, bajo el nombre de *up-tick rule*, limita la posibilidad de proceder a realizar ventas en corto a aquellos momentos en los que el último precio cruzado ha supuesto un incremento en las cotizaciones. En España el vigente Reglamento de Bolsas de 1967 no permite la venta de las acciones de las que no se es propietario⁷.

Por otro lado, el préstamo de acciones en gran escala suele estar limitado porque el volumen de acciones disponible para esos fines está a su vez restringido. Esta última situación puede ser debida a distintas circunstancias. Así, por ejemplo, en España los

⁷ En la práctica, la tradición y la fungibilidad de los valores ha permitido la interpretación de esa norma en términos de posesión en la fecha de liquidación. Quiere decirse con esto que resulta posible la venta en corto respaldada por un préstamo bilateral de acciones que conceda la disponibilidad de las mismas antes de la liquidación de la operación de contado.

fondos de inversión declaran afrontar desincentivos fiscales y operativos en el préstamo de valores. Además, la extendida ausencia de organización formal en el mercado de préstamo de acciones dificulta el funcionamiento ágil de este mercado⁸.

En España, aunque se carece de medidas precisas, existe la sensación de que las justificaciones de contratación, mediante préstamo bilateral de valores no relacionado con necesidades de cuadrar los procesos de liquidación, resulta poco importante cuantitativamente. Expresándolo de otra manera, la utilización de préstamo de valores para estrategias especulativas parece estar bastante limitada.

Frente a las dificultades que se vienen describiendo para adoptar posiciones cortas en el mercado de contado, el mercado de FsA destaca por la facilidad que ofrece al respecto. Pero, por definición, la adopción de posiciones cortas solo está sujeta a la evidente condición de que alguien desee adoptar una posición larga al precio ofrecido. Esta mayor facilidad para adoptar posiciones cortas en la acción no es, sin embargo, garantía automática de su utilidad. Para decidir sobre la misma debe examinarse si las apuntadas dificultades para arbitrar el FsA impiden o no que las cotizaciones de estos reflejen una del subyacente que se les corresponda⁹.

Obviamente, la asimetría que se viene describiendo tiene sobre el papel una incidencia directa sobre la eficiencia del *price discovery* en los mercados de contado y de FsA. Ante expectativas de caídas en los precios, en los mercados de contado los agentes disponibles a reaccionar a esa situación son únicamente los tenedores de esas acciones, que manifestarán un exceso de oferta a los precios corrientes. Por el contrario, los FsA permiten expresar su visión sobre la evolución del mercado a un conjunto más amplio de actores.

2.4. Liquidación y custodia

La liquidación y la custodia de FsA deben ser necesariamente diferentes a las correspondientes a las acciones. No en vano los FsA son instrumentos derivados de estas últimas.

La manifestación fundamental de este hecho es, obviamente, la liquidación al vencimiento. Aunque los participantes en el mercado de FsA hayan visto materializarse diariamente el resultado económico de sus contratos, el verdadero anclaje entre el mercado

⁸ Normalmente, el mercado de préstamo de valores es un mercado mediado por *brokers*, en el que los costes de búsqueda entre custodios, inversores institucionales etc. pueden ser apreciables. Sin embargo, en EEUU se han desarrollado recientemente facilidades multilaterales de préstamo de acciones como Equilend.

⁹ 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 [Danielson, B. y Sorescu, S., (2001)].

de contado y el de futuros lo establece la liquidación al vencimiento. Recordar un hecho sobradamente conocido y general, como es éste, resulta sin embargo interesante, porque permite destacar la externalidad a la que los mercados de FsA se ven sujetos por el mercado bursátil de contado. En el apartado 7 se analizará con más detalle las implicaciones de esa externalidad sobre las relaciones de competencia entre mercados bursátiles y de FsA.

La relación entre opciones y FsA en lo referente a la liquidación y custodia es mucho más próxima en comparación con el contado. De hecho, buena parte del éxito de MEFF en la introducción de FsA cabe atribuirlo a una configuración de estos contratos que replicaban 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 mundo¹⁰. Además, el esquema de gestión de riesgos adoptado por la cámara de compensación de MEFF ha integrado en idénticos términos los FsA y las opciones sobre acciones correspondientes.

2.5. Regulación

La introducción de cualquier nuevo instrumento financiero exige, obviamente, un intenso trabajo en el ámbito regulatorio, tendente a precisar el estatus del mismo. El alcance de este trabajo previo es variado. Puede comprender, dependiendo de las jurisdicciones, aspectos relativos al marco en el que el mismo se negocia, a las condiciones generales del contrato en sí, a los procedimientos por los que se liquida y compensa; sin olvidar el régimen de protección de la clientela o el de transparencia, entre otras muchas cuestiones.

En este subapartado no se pretende abordar cuál es la plasmación en el ámbito regulatorio de los rasgos específicos a los FsA. Más bien, en línea con el programa con que se abría el apartado, lo que se pretende discutir son algunos de los mecanismos por los que la regulación puede ejercer, o, de hecho, ha ejercido un papel activo y autónomo en la diferenciación entre FsA y acciones.

En el ámbito de la autorización del producto, resulta destacable observar un hecho curioso. Las opciones sobre acciones están disponibles en EEUU desde 1973 y en España desde 1993. Es decir, aunque los medios técnicos necesarios para organizar la negociación y liquidación de las opciones sobre acciones presentan, cuando menos, igual grado de sofisticación que los necesarios para FsA, estos últimos han aparecido en escena solo recientemente.

¹⁰ Posteriormente, se ha concedido la flexibilidad de optar por entrega física (opción por defecto) o por diferencias. Naturalmente, esta última opción se ve restringida por el menor de los importes (vendedor o comprador) que opten por ese método.

Podría argumentarse que, en realidad, es el interés por el producto el que sólo ha surgido recientemente. Sin embargo, un hipotético papel pasivo por parte de los reguladores queda abiertamente puesto en cuestión en el caso norteamericano, por la prohibición desde 1982 de la negociación de FsA (*Shad-Johnson Accord*). Es interesante recordar el motivo de aquella prohibición, porque con ello puede identificarse en el ámbito regulatorio cierto espíritu de competencia que recientemente se ha manifestado también entre distintas sociedades rectoras de mercados.

En 1974, el Congreso norteamericano había ampliado la definición formal de *commodity*, dando lugar con aquella medida a un conflicto jurisdiccional entre los reguladores norteamericanos de los mercados de valores (SEC), por un lado, y de los mercados de derivados (sobre *commodities*) (CFTC)¹¹, por otro. El acuerdo Shad-Johnson constituyó un compromiso político entre los reguladores, con el que se pretendían dar tiempo para resolver sus diferencias.

Dieciocho años más tarde, la ley de modernización del marco general de los futuros sobre *commodities* (CFMA) levantó esa restricción en Estados Unidos. En concreto, esta ley ha dispuesto que los FsA podrán ser negociados en mercados registrados en la SEC o en la CFTC, pero solo una vez ambas agencias reguladoras hayan alcanzado un acuerdo general de armonización técnica en la regulación del instrumento¹².

La dificultad para ese acuerdo entre agencias reguladoras, puesta de manifiesto por los retrasos que se han acumulado para su reciente consecución, demuestra la actualidad y pertinencia del análisis que se viene haciendo en este trabajo. Es más, el examen de los argumentos en liza en esa “disputa” entre reguladores ilustra algunos de los mecanismos por los que la regulación o la organización de la misma puede llegar a diferenciar autónomamente productos financieros en sí mismos similares.

Un justificado motivo de preocupación en EEUU, ante el levantamiento de la restricción Shad-Johnson, tenía que ver con el potencial para la aparición de manipulaciones y abuso de mercado. En un régimen regulatorio basado en dos agencias diferentes insuficientemente coordinadas, los FsA podrían convertirse en un vehículo ideal para manipular (indirectamente) el mercado de contado sin poder ser detectado. Es por ello que la CFMA incorpora los FsA a la normativa sobre manipulación de mercado y ordena la coordinación entre ambas agencias. En el apartado 7 se argumentará que estos pasos en la coordinación de las dos agencias constituyen, de hecho, avances hacia cierta normalización en la industria de valores norteamericana.

¹¹ Debe hacerse notar que los conceptos “valores” y “*commodities*”, a los que se alude en la definición de competencias de la SEC y de la CFTC, responden a definiciones carentes de un fundamento económico claro. Así, como se comenta más adelante, las opciones sobre acciones competen a la SEC, mientras que los futuros sobre índices de renta variable o las opciones referidas a estos últimos contratos caen dentro del ámbito de la CFTC.

¹² Asimismo, también se podrán negociar futuros sobre índices “estrechos” de acciones.

En definitiva, 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, el mercado de opciones sobre acciones constituye también una posible vía para alterar (indirectamente) el precio de contado. Sin embargo, resulta muy reveladora la observación de que este último mercado cae bajo la órbita regulatoria 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 FsA. En concreto, en el período que llevan en funcionamiento los FsA en España no se ha tenido noticia pública de cualquier perturbación del mercado de contado por este motivo.

En cierta medida, la “disputa” entre los reguladores norteamericanos viene a reflejar también la existencia de dos clientelas diferenciadas de mercados y de intermediarios financieros alineadas con sus respectivos supervisores, en línea con las ideas de Stigler sobre la captura del regulador por su industria. En este sentido, uno de los mandatos de la CMFA ha sido el de fijar criterios para el reconocimiento mutuo de intermediarios sujetos a la supervisión por parte de la SEC y de la CFTC. No interesa comentar ahora el esquema de supervisor que ha resultado de esos esfuerzos de armonización, sino subrayar que con el mismo se aborda la soterrada competencia fraguada durante años en EEUU entre los miembros de los mercados de futuros (FCM) y los miembros de los mercados de valores (*broker-dealers*). Como se discutirá en el apartado 7, la reciente proliferación de mercados de derivados que lanzan FsA obedece a motivos de competencia similares.

Otra dificultad para asegurar la consistencia entre la regulación de distintos instrumentos financieros ha complicado también el inicio de la contratación de FsA en EEUU. El problema se refiere al arbitraje que podría suponer el desajuste entre las garantías mínimas exigibles por FsA, por opciones sobre acciones o por posiciones en contado. En el apartado 5 se analizará con cierto detenimiento esta cuestión, dada su potencial relevancia en términos de estabilidad financiera. Sin embargo, a los efectos de esta sección interesa subrayar que, de nuevo, el problema de consistencia en esta materia surge en EEUU como consecuencia 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 a la clientela en operaciones de adquisición de valores.

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

En el apartado anterior se han identificado los rasgos distintivos más importantes de los FsA, entre los que destacan su apalancamiento implícito, la facilidad que conceden para adoptar posiciones cortas y la separación entre rendimiento económico y derechos políticos que los mismos comportan. Obviamente, el interés por estos instrumentos debería ser una

consecuencia directa de la valoración de uno o varios de esos rasgos. Veamos ahora el tipo de estrategias para las que esas características pueden ser de utilidad. En definitiva, examinemos las posibles fuentes de liquidez y de 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 lado, la cobertura de posiciones en opciones sobre acciones resulta también mucho más cómoda cuando se realiza mediante FsA, dados sus inferiores costes de transacción. Sin embargo, estos posibles mecanismos de demanda de liquidez carecen, previsiblemente, de la fuerza y estabilidad suficientes para afianzar por sí solos a los FsA. Aun siendo esto así, las características de los contratos de FsA deberían elegirse similares a las de las opciones sobre acciones (preexistentes), a fin de que su demanda se refuerce mutuamente, como ya se justificó en el apartado 2.5¹³. En realidad, además de facilitar un posible refuerzo mutuo de la demanda, esa identidad de características básicas también facilita la sustitución de las opciones sobre acciones (preexistentes) por los nuevos FsA. La base para esa sustitución la establece la larga tradición de creación de futuros sintéticos mediante operaciones en opciones cuando los FsA todavía no habían sido introducidos. En el apartado 6 se presentará cierta evidencia, para el caso español, del desplazamiento en la demanda de opciones sobre acciones por los FsA.

Al igual que la cobertura de opciones, la utilización de FsA en operaciones de *spread* de futuro tampoco parece un motivo suficiente para impulsar una demanda apreciable del instrumento. Su utilización en operaciones de *spread* temporal¹⁴, al objeto de 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 pueden ofrecer los FsA para realizar negociación relativa de acciones de empresas que compiten en un mismo sector. La formulación de apuestas sobre el desempeño relativo de dos acciones puede realizarse mediante FsA con gran facilidad. Sin embargo, la base de demanda por ese preciso motivo no puede ser, en general, ni suficiente ni estable. Obviamente, esta conclusión constituye una aplicación del principio general, según el cual, para que el lanzamiento de un contrato de futuro tenga alguna garantía de éxito, debe haber un objeto de cobertura que determine una demanda relativamente estable de ese instrumento. Naturalmente, el motivo negociación del *spread* no obedece a esa condición necesaria.

Sin embargo, no puede negarse que el *free float* existente de un valor sí constituye un referente natural estable para su cobertura mediante FsA. Pero antes de abordar si este

¹³ En el apartado 2.5 se hablaba únicamente de las características de los contratos a efectos de liquidación. Sin embargo, también el nominal es una variable cuya homogeneidad es útil para el refuerzo del interés por los FsA y por las opciones sobre acciones. Es por ello que en MEFF ambos tipos de contratos (salvo ajustes) se refieren a 100 acciones del subyacente.

¹⁴ Adquirir futuro de un vencimiento y realizar la operación contraria en otro vencimiento.

hecho permite justificar una demanda estable de FsA, conviene contemplar otra posible virtualidad del instrumento en cuestión en el contexto del *trading*.

El objeto de esta última reflexión es el llamado *day trading*. Estrictamente hablando, se conoce como *day trading* la práctica consistente en la compra y la venta en un mismo día de un mismo valor. En un sentido más laxo, puede conceptuarse el *day trading* como el acceso a los mercados de valores de clientes no profesionales con estrategias y horizontes de inversión de muy corto plazo. En muchos aspectos, el *day trader* constituye la versión moderna de quien practicaba el “semaneo” en otras épocas: la exposición al riesgo tiene lugar con escasos desembolsos de efectivo, apoyándose para ello en la longitud temporal mínima que separa sucesivos ciclos de liquidación.

Planteemos ahora el supuesto de que la introducción de FsA libera en el mercado de futuros alguna restricción que impedía a los *day traders* el acceso (siquiera indirecto) al mercado de contado. En el apartado 5 se argumentará que esa posible restricción podría ser el límite al apalancamiento. En esas nuevas condiciones podría surgir una demanda de liquidez de FsA que, dado su previsible naturaleza no informada, podría animar, a su vez, 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 relativamente importante por sus potenciales implicaciones en términos de estabilidad financiera.

Como en otras de las alternativas ya planteadas anteriormente, tampoco cabe conceder excesiva robustez a una demanda de FsA que se base, exclusivamente, en la facilidad que prestan para adoptar posiciones cortas. La razón principal es, obviamente, que se trata de un argumento basado en elementos coyunturales. Por otro lado, no debe olvidarse que para que pueda, de hecho, llegar a expresarse se presupone suficiente liquidez en la posición contraria. De todas formas, no cabe negar la utilidad de los FsA en la gestión de actividades que involucran el préstamo de acciones.

Como ya se apuntó, el nivel de *free float* existente valorado a precios de mercado debería constituir la base más estable para una demanda de FsA. Mediante la utilización de los mismos, 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. Una versatilidad similar se utiliza ampliamente en el caso de los futuros sobre índices de renta variable, como Ibex 35 ó S&P500. En este sentido, el éxito en el lanzamiento de FsA parece que debería depender de una erosión en la demanda de futuros sobre índices. Alternativamente, la demanda de *equity swaps* podría experimentar también cierta erosión a favor de los FsA. Sin embargo, la experiencia acumulada sobre la relación entre derivados OTC y organizados es, más bien, que su demanda se refuerza mutuamente.

En realidad, como se justificará en el apartado 6, 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 se han venido enfrentando los fondos de inversión en España.

4. Los futuros sobre acciones “en acción”

Los antecedentes más lejanos de los FsA podemos encontrarlos ya en el siglo diecisiete en Amsterdam. Su “nueva era” tuvo su inicio con la introducción de su negociación en bolsa en Suecia (en el “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 el “Sydney Futures Exchange” (SFE), en 1994, y a continuación por la “Bolsa de Valores de Lisboa e Porto” (BVLP, actualmente Euronext Lisboa). En 1999 se incorporó a esta lista el “South African Futures Exchange” (SAFEX). En enero de 2000, el “Hong Kong Futures Exchange” (HKFE) 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 el “Amsterdam Exchanges” (actualmente, Euronext Amsterdam), como también lo han hecho en fechas posteriores el “Helsinki Exchanges” (HEX), el “Montreal Exchange” (ME) y la Bolsa Italiana, sin ánimo de exhaustividad.

En enero de 2001 MEFF lanzó contratos sobre las cinco acciones españolas de mayor capitalización: Telefónica, SCH, BBVA, Endesa y Repsol YPF. Posteriormente, en mayo de 2002, MEFF ha añadido cuatro acciones más a esa lista¹⁵. La iniciativa de MEFF constituyó una reacción a otra iniciativa de LIFFE coincidente en el tiempo. En concreto, el mercado de derivados londinense acometió en 2001 el primer “listado” transfronterizo de FsA, constando en la actualidad de noventa y seis contratos sobre acciones de once países diferentes, entre los que se cuentan contratos sobre acciones de BBVA, SCH, Telefónica, Telefónica Móviles y Terra. 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” (SGX), en octubre de 2001, “Nasdaq LIFFE Markets” (NQLX), en febrero de 2002 y “Moscow Interbank Currency Exchange” (MICEX), en abril de 2002. Las expectativas sobre la “revolución” que representan los FsA han subido de nivel desde el anuncio por parte de NQLX — una

¹⁵ Iberdrola, Inditex, Telefónica Móviles y Terra.

ambiciosa iniciativa conjunta del mercado bursátil norteamericano y del británico de derivados — del lanzamiento de veinticinco contratos, trece de ellos referidos a empresas de Europa continental, cinco a compañías del Reino Unido y siete a *blue chips* estadounidenses. Aproximadamente al mismo tiempo, OneChicago, otro proyecto de colaboración conjunta¹⁶ ha definido también el grupo de empresas norteamericanas para las que lanzará FsA, además de las cestas “estrechas” de acciones sobre las que introducirá otros contratos de futuros. En ambos casos, el lanzamiento solo podrá ser efectivo cuando los reguladores norteamericanos hayan allanado problemas como los que se apuntaban en el apartado 2.5¹⁷. En contraposición a estas iniciativas, Eurex ha puesto en duda por el momento el interés de introducir FsA en el mercado alemán.

Normalmente, las empresas sobre las que las distintas iniciativas mencionadas han decidido lanzar FsA han sido los valores de mayor capitalización y liquidez en los mercados de contado correspondientes. Sin embargo, a pesar del interés aparente que han despertado, la mayor parte de los FsA no ha tenido finalmente una acogida calurosa por los inversores. La gran excepción en este sentido la ha constituido el caso español, donde el interés abierto de los cinco primeros contratos en lanzarse ha alcanzado cotas desconocidas en otros mercados. El gráfico 3 permite comparar el éxito de los FsA en MEFF y en LIFFE. Si se toma como medida del mismo el interés abierto relativo¹⁸ de los contratos más significativos en ambos mercados, se aprecia el “raquitismo” de LIFFE en este segmento.

Los esquemas organizativos a los que responde la negociación y contratación de los FsA difieren en sus detalles en los distintos mercados. Sin embargo, mayoritariamente, los procedimientos de búsqueda, “enrutamiento” y casación de órdenes son los tradicionales en los mercados electrónicos de derivados, basados en un libro central de órdenes cuya ejecución respeta criterios de prioridad de precio y tiempo. Curiosamente, el esquema al que responderá la negociación en OneChicago diverge del descrito. En efecto, OneChicago ha optado por basar la liquidez del mercado en un esquema de creadores de mercado, quienes deben “nutrir” de cotizaciones firmes bilaterales el libro de órdenes, mientras sus clientes tan solo pueden introducir órdenes no condicionadas al precio.

¹⁶ Entre el “Chicago Mercantile Exchange” (CME), el “Chicago Board Options Exchange” (CBOE) y el “Chicago Board of Trade” (CBOT).

¹⁷ En Estados Unidos también el “American Stock Exchange” (AMEX) y el “Island Futures Exchange” han manifestado su interés por el mercado de FsA.

¹⁸ El interés abierto expresado en número de acciones del subyacente dividido por el número de las mismas que están admitidas a cotización.

5. Futuros sobre acciones, apalancamiento y estabilidad financiera

Entre las características distintivas de los FsA identificadas en el apartado 2, se ha destacado el apalancamiento implícito que los mismos contienen. El apalancamiento ha constituido, asimismo, uno de los motivos de disensión entre los reguladores norteamericanos de cara al lanzamiento de FsA. Además, se ha identificado el levantamiento de hipotéticas restricciones, a las que podrían estar sujetos los potenciales *day traders*, como el motivo para la aparición de cierta demanda de FsA. En consecuencia, conviene analizar más detenidamente el papel del apalancamiento implícito en los FsA, máxime habida cuenta de sus implicaciones en términos de estabilidad financiera.

En relación con esta última cuestión, debe comenzarse recordando la “mala prensa” que tradicionalmente acompaña a los préstamos destinados a financiar la adquisición de valores. Su asociación con la aparición de inestabilidades en los mercados de valores suele ser inmediata, sobre todo en EEUU. Galbraith (1954) atribuyó algunos de los negativos efectos del gran *crash* bursátil norteamericano de 1929 a la extensión del recurso al crédito para la adquisición de valores. Más recientemente, el informe Brady (1988) identificó tentativamente en los reducidos niveles de garantías exigidos en los mercados de futuros sobre índices de renta variable como uno de los motivos para la abrupta caída de las bolsas en 1987.

En Estados Unidos 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 éstos pueden conceder a sus clientes para la adquisición de valores. La Regulación T establece el porcentaje mínimo de fondos propios que el cliente debe aportar para una compra o una venta de valores. Desde su última revisión en 1974, su nivel se sitúa en el 50%. De todas formas, tanto las bolsas como los propios intermediarios pueden establecer cotas mínimas superiores. Por otro lado, la Reserva Federal también ha sido tradicionalmente competente en la autorización de los procedimientos de afianzamiento (“colateralización”) de posiciones en futuros sobre índices de renta variable, aun cuando haya delegado esa autoridad en la CFTC. De esta manera, no es extraño que esa posición de la Reserva Federal aparezca también en el caso de los FsA.

Este marco normativo de los Estados Unidos persigue tres objetivos básicos de estabilidad financiera, madurados a lo largo de los episodios de crisis referidos anteriormente¹⁹. En primer lugar, las limitaciones al apalancamiento para la adquisición de valores deberían obstaculizar la canalización de ahorro a actividades especulativas. En segundo lugar, deberían proteger a inversores e intermediarios financieros frente a los riesgos de un excesivo apalancamiento. En tercer lugar, deberían asegurar la integridad de

¹⁹ Véase Fortune (2001).

los mercados de contado, cuyos procesos de formación de precios podrían verse afectados en ausencia de restricciones.

Ciertamente, Estados Unidos constituye una jurisdicción excepcional por la dedicación de regulación específica a los objetivos anteriores. Sin embargo, en otros países el apalancamiento para la adquisición de valores también se ha percibido con cierta disposición negativa, aunque no haya tenido una expresión formal comparable. En España, las entidades de crédito deben informar del crédito para la adquisición de valores en los estados requeridos por el supervisor²⁰. El reducido importe relativo del crédito en relación con la capitalización da idea de la percepción negativa que tiene entre las entidades (véase gráfico 2). Además, existe una regulación del crédito al mercado que limita el apalancamiento y la duración del mismo en el entorno bursátil²¹. De acuerdo con la misma, y con las estipulaciones de las sociedades rectoras de las bolsas, 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.

Tanto en Estados Unidos como en España, el volumen relativo del mercado de crédito para la adquisición de valores (véase gráfico 2) muestra que, desde un punto de vista práctico, el apalancamiento efectivo en los mercados bursátiles tiene una magnitud marginal²². En otros términos, o bien las familias disponen de mecanismos alternativos, para financiar la adquisición de valores (en el caso extremo, porque son ahorradoras netas) o bien, directamente, valoran de forma negativa el apalancamiento. Bajo ambos escenarios cabe concluir que el éxito en la introducción de FsA en España no ha podido basarse en el apalancamiento implícito que los mismos ofrecen, 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 permite explicar la ausencia de complejos con la que en España se lanzaron los futuros sobre índices de renta variable, al contrario que en Estados Unidos. En efecto, desde el principio, el nominal de los contratos Ibex 35 y la política de difusión del producto se establecieron con vistas a atraer la participación de los inversores minoristas²³. Esta misma consideración puede extenderse también, sin mayor problema, al caso de los FsA. En consecuencia, los FsA no deberían entrañar ninguna nueva

²⁰ Estado T.13- B.5. Debe observarse que este crédito bancario finalista tiene el objetivo declarado con seguridad solo ex ante en la medida en que la entidad prestamista no mantenga la cuenta de valores a la que se declara dedicar la financiación.

²¹ OM de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

²² Conviene observar que esta comparación entre EEUU y España tan solo puede tener un carácter puramente orientativo, debido a las diferencias entre regulaciones. Así, por ejemplo, la Regulación T hace referencia a intermediarios bursátiles, agentes que no pueden conceder crédito en España. Sin embargo, cuantitativamente, el gráfico es una imagen fiel de la marginalidad apuntada.

²³ Inicialmente los futuros sobre Ibex 35 tenían como multiplicador 100 pesetas. Después pasaron, bajo la denominación Ibex Plus, a uno de 1000 pesetas. Desde el inicio de la Tercera Fase de la UME (1 de enero de 1999) el multiplicador es 10 €.

consideración prudencial especial, como sucedió en el pasado con los futuros sobre índices de renta variable.

De todas formas, tampoco debe obviarse el hecho de que el levantamiento de una restricción, fruto de la introducción de FsA, puede permitir un acceso más cómodo al mercado a una minoría de agentes restringidos. Normalmente, esta minoría suele estar constituida, además, por grupos de agentes con mayor nivel de autoconfianza en cuanto a su capacidad de identificar oportunidades de inversión. En este sentido, la introducción de FsA puede constituir una facilidad para que *day traders* y otros inversores similares acentúen su protagonismo en el mercado. Es decir, el lanzamiento de FsA puede incrementar (marginalmente) la participación de particulares con horizonte de muy corto plazo, si es que les facilitan la exposición apalancada al riesgo, en comparación con las alternativas del contado y de las opciones. En MEF los FsA han contribuido a intensificar en cierto grado la actividad de *trading* por parte de los particulares, que representan en torno al 8% del volumen contratado de FsA en la primera mitad de 2002. De todas formas, los futuros sobre el índice han seguido centrando el protagonismo como instrumento de especulación para los inversores particulares, dado que suponía el 18% del total contratado en la primera mitad de 2002.

Precisamente la cuestión discutida en el párrafo anterior se ha revelado extraordinariamente sensible para el lanzamiento de los FsA en EEUU. Acertadamente, la CFMA dispone la necesidad de asegurar la consistencia financiera entre las distintas vías de exposición apalancada a la renta variable. Una de las piezas básicas que han retrasado el lanzamiento efectivo de FsA en Norteamérica es, precisamente, la aprobación de las reglas definitivas que regirán las prácticas de “colateralización” de posiciones de clientes en FsA. La versión definitiva de esas reglas²⁴ establece la exigencia de garantías iniciales por un importe igual al 20% del valor de mercado del contrato. Formalmente, mantener una coherencia regulatoria en esta materia exigía compatibilizar los requisitos de colateral en FsA (20%), 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%).

La evidente inconsistencia que denotan las cifras anteriores, contenidas en la propuesta inicial, han sido criticadas por su impacto en términos del posible trasvase de actividad desde contado hacia futuro que podrían desencadenar en EEUU [véase Partnoy (2001)]. Sin embargo, de acuerdo con los razonamientos realizados más arriba, el impacto cuantitativo de ese trasvase debería ser pequeño si la dimensión del colectivo de inversores restringidos es efectivamente pequeña.

En la versión definitiva de las reglas que se comentan, previsiblemente se ha hecho esa última interpretación, para lo cual se ha debido redefinir también el concepto de

²⁴ Véase CFTC y SEC Joint Release, nº 34, File nº 7-.

consistencia entre requerimientos en distintos mercados que ordenaba el Congreso norteamericano. En este sentido, la interpretación de las agencias SEC y CFTC constituye una posición conservadora, que opta por mantener, en gran medida, el *status quo* actual en sus respectivas industrias. Mayor preocupación han mostrado por asegurar un idéntico tratamiento entre los FsA y las opciones sobre acciones. Por esta razón, y ante la ausencia de sistemas de cálculo de garantías sensibles al riesgo en EEUU para opciones sobre acciones adquiridas por clientes, las reglas definitivas aprobadas de forma conjunta por la SEC y la CFTC impiden provisionalmente la aplicación de sistemas de cálculo de cartera para la determinación de las garantías²⁵. Sin embargo, está en su espíritu y en el de la Reserva Federal, que las invitaba a ello, la aceptación de los resultados de sistemas de cálculo sensibles al riesgo homologados.

6. La demanda de futuros sobre acciones en España

En el apartado 3 se ha anticipado que el éxito en el lanzamiento de los FsA en España se basa, 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 en España.

En efecto, los fondos de inversión europeos regulados de acuerdo con las respectivas normativas nacionales resultantes de la transposición de la Directiva 611/1985, sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios, están sujetos a determinados límites a la concentración de su inversión²⁶. En concreto, en España la Ley 46/1984 estipula como criterio general de la inversión que ninguna institución de inversión colectiva (IIC) puede tener invertido en valores emitidos o avalados por una misma entidad más del 5% de su activo. Este límite queda ampliado 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 misma²⁷.

Estas restricciones han resultado ser vinculantes en España. La razón es una combinación de varios factores, aunque fundamentalmente de dos. En primer lugar, la

²⁵ Cuando las opciones sobre acciones comenzaron a negociarse en mercados organizados, la Reserva Federal ideó un procedimiento, basado en la identificación de estrategias, que permitía trasladar a los mismos la aplicación que se venía haciendo en el entorno OTC de la Regulación T. Mientras este procedimiento sigue siendo aplicable a las posiciones de clientes, la cámara de compensación de opciones norteamericana (OCC) introdujo un esquema de cartera para los agentes profesionales. Mientras tanto, en el ámbito de los productos derivados bajo competencia de la CFTC, la aplicación de procedimientos de cartera es general.

²⁶ Las modificaciones posteriores de esta norma (Directiva 220/1988 y Directiva 108/2001) mantienen inalterada esas restricciones para fondos de inversión “no finalistas”, concepto el de “finalista” con el que informalmente se pretende hacer referencia a fondos garantizados, fondos índice u otros comparables por el constreñimiento de su política de inversión.

²⁷ Estas restricciones comunitarias obedecían a la necesidad de asegurar una gestión diversificada y profesional de las carteras. Originalmente, subyacía también a estos límites cierto concepto restringido sobre la capacidad que deberían tener los gestores de carteras de inversión colectiva en lo relativo al ejercicio de control de las empresas en las que invirtiesen.

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, el elevado peso en el índice de unas pocas sociedades.

En concreto, la tabla incorporada en el gráfico 4 muestra los pesos en el índice Ibex 35 de las principales sociedades que forman parte del mismo. Como puede apreciarse en la misma, dada la suma de los pesos de las tres primeras sociedades por su ponderación en el índice, mantener una exposición en un producto de inversión de renta variable que respete aproximadamente esas ponderaciones exige romper con el límite agregado del 40%. El perfil convexo con punto de cambio de pendiente cercano al 5% de peso en el Ibex 35, que se presenta el gráfico 4 es consistente con la tesis de que la demanda de FsA ha obedecido a las restricciones a la concentración en los fondos de inversión²⁸. De todos modos, también debe hacerse observar que los FsA con menor ponderación son los que más tarde se han introducido. Esta relativa novedad podría justificar, por el momento, su menor interés abierto relativo.

Los FsA permiten soslayar esta limitación. En efecto, en condiciones de adecuado arbitraje el rendimiento resultante de su adquisición puede replicar el de una inversión en contado²⁹. Sin embargo, la naturaleza híbrida de la que se ha dado cuenta en el apartado 2.2 los exonera de los límites a la concentración apuntados anteriormente.

Formalmente, el problema de asignación táctica de carteras con un índice subyacente y con restricciones máximas a la inversión (λ), al que se enfrentan los gestores de cartera, tiene la forma siguiente:

$$\begin{aligned} & \max_{\beta} \left(\alpha - \frac{\gamma}{2} \tau^2 \right) \\ & \text{con } \alpha = \beta' E r \\ & \text{y } \tau = \text{Var}(\alpha) \\ & \text{s.a } \beta_j \geq \chi_j - \lambda \end{aligned}$$

donde α es el “alfa” de la estrategia, consistente en la inversión en los activos del índice en una proporción determinada por un vector β de desviaciones respecto al peso de los activos

²⁸ Datos sobre la sectorización institucional del interés abierto en FsA (sin especificación de su signo) y el examen de los estados trimestrales de las IIC, que permiten aclarar este último extremo, confirman que los fondos de inversión mantienen una posición larga en FsA próxima al 90% del interés abierto total.

²⁹ De hecho, con anterioridad al lanzamiento de los FsA las opciones sobre acciones se utilizaban con la misma finalidad que se viene describiendo. En este sentido, cabe recordar que la delta de una opción permite mantener una exposición al subyacente. La evolución del interés abierto en opciones tras el lanzamiento de FsA (véase gráfico 7) demuestra cierto efecto sustitución.

en dicho índice (x_j), siendo τ el *tracking error* de la estrategia en cuestión y Er el vector de rendimientos esperados para esos activos³⁰.

Intuitivamente, el problema de optimización anterior afirma el interés por ofrecer un rendimiento excedentario sobre el índice, ponderando al tiempo el riesgo necesario para generarlo. El sentido de la restricción refleja el hecho de que, al existir unos máximos de concentración para la inversión en los activos de la cartera, las desviaciones respecto de los respectivos pesos en el índice tienen un carácter de mínimos.

El hecho es que, en general, los FsA permiten acceder a la solución no restringida del problema anterior. Para comprobarlo basta observar que si alguna de las restricciones resultase operativa, la adquisición de FsA en un nominal dictado por el producto del importe de la cartera desembolsada y del desfase β_j permite acceder a la solución no restringida α^* , τ^* .

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. Esta es una posibilidad recogida en la normativa UCITS para fondos de inversión, aunque presente ciertas restricciones cuantitativas que, sin embargo, no resultan vinculantes a los efectos de la presente argumentación. De hecho, hasta la introducción de los FsA, las opciones sobre acciones servían a los fondos de inversión, entre otras finalidades, a aquella que está siendo objeto de discusión.

Asimismo, otro supuesto necesario para la preponderancia de los FsA por las razones de “elusión” de límites que se han propuesto, es que ello sea más difícil a través de derivados OTC de renta variable, como pudieran ser los *equity swaps*. Finalmente, cabe extender ese mismo argumento a la utilización de productos estructurados referenciados a los activos sujetos a restricciones. En este sentido, es interesante observar que en el Reino Unido la emisión de productos estructurados negociables con rendimientos vinculados al de los valores sujetos a restricciones de inversión ha sido la opción que permitió soslayar el problema que se está describiendo, sin necesidad de derivados OTC o de FsA³¹.

Una de las conclusiones que resultan de la explicación que se está dando al éxito de los FsA en España es que su robustez está limitada. Veamos dos razones para ello. En primer lugar, resulta interesante reseñar que la restricción vinculante motivada por la práctica comercial de *benchmarking* es soslayable si se modifica de forma adecuada el índice de referencia. Es precisamente este el razonamiento que dio origen a los denominados *Capped FTSE 100 indices* elaborados por Financial Times International.

³⁰ Para una descripción más detallada del marco general del problema de gestión de carteras, véase Campbell y Viceira (2002).

³¹ Agradecemos esta información a David Broadway, de la Investment Managers Association de Londres.

En efecto, como recuerdan Blake y Timmerman (2001), cuando el peso de Vodafone en el índice FTSE 100 superó el 10% muchos *trustees* de fondos de pensiones británicos se vieron obligados a vender ese valor para reconducir su peso en las carteras al 10%, porcentaje al que por motivos prudenciales suelen limitar su concentración. Como reacción a este suceso los compiladores del índice FTSE 100 introdujeron una variante del mismo, *capped*, en la que los valores que superaban el umbral del 10% entraban a formar parte del índice modificado con ese límite. De todas formas, no siempre los gestores de carteras o sus clientes valoran positivamente la instrumentación de un índice “cerceado”.

El segundo motivo por el que cabe argumentar que la escala de la demanda de FsA en España es susceptible de reducciones en el futuro es que su mantenimiento exigiría la persistencia en el tiempo de una orientación nacional en el perfil de los productos de renta variable demandados por los inversores. Dicho de otro modo, si el índice al que respondiese la filosofía de inversión acabase siendo exclusivamente de un alcance pan-europeo, no habría lugar a la aparición de una restricción vinculante como la descrita³². A modo de ejemplo, el peso de la mayor empresa en el índice Eurostoxx 50 en junio de 2002 era GlaxoSmithKline, con el 4,91%. 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 el dato que se acaba de mencionar ni la escala de la demanda actual de FsA en MEFF permiten anticipar la proximidad de la reducción en la misma que se argumentaba en el párrafo anterior. En efecto, como se puede apreciar en el gráfico 5, el mercado de FsA representa, en términos de interés abierto, aproximadamente la mitad del de futuros sobre el Ibex 35. Además, el gráfico 6 pone en evidencia que los FsA son un contrato objeto de una rotación media significativamente inferior a la de los futuros sobre el Ibex 35. Este hecho y la existencia de interés abierto en FsA a vencimientos muy distantes del más próximo confirman el empleo estable y ajeno al *trading* con el que básicamente se emplean estos instrumentos en España.

Una cuestión de interés es el grado de sustitución que se ha producido en MEFF entre opciones sobre acciones y FsA. Con este fin, el gráfico 7 representa el interés abierto agregado de FsA, de *calls* y de *puts*, estando el de estas dos últimas corregidos por el importe de la *delta* de las opciones que conforman en cada fecha ese agregado. Como se puede apreciar, si se “filtra” visualmente el efecto de los finales de año en la demanda de opciones, el lanzamiento de los FsA ha venido a suponer una caída en la media del interés abierto en opciones sobre acciones. Sin embargo, el crecimiento de los FsA ha más que

³² Acertadamente, MEFF ha lanzado también hace poco tiempo productos sobre índices sectoriales europeos compilados por Standard and Poors.

compensado la caída en el interés abierto de opciones sobre acciones. En términos de volumen contratado, el gráfico 8 pone de manifiesto este mismo hecho con mayor claridad.

7. Bolsas, mercados de derivados y futuros sobre acciones

Si se ha de hacer balance de lo dicho hasta el momento, debe destacarse que los FsA constituyen un instrumento financiero con múltiples aplicaciones en la gestión de carteras de renta variable, especialmente por las posibilidades que ofrece para posicionarse en corto y para apalancarse. Sin embargo, el hecho de que una demanda estable de los mismos dependa de la existencia de restricciones vinculantes de algún tipo para algún grupo de agentes, determina la ausencia de robustez absoluta de los FsA como instrumento.

A pesar de ello, las sociedades rectoras de distintos mercados del mundo han depositado considerables esperanzas en el lanzamiento de este tipo de instrumento. 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; todas ellas, en EEUU. La iniciativa transfronteriza de LIFFE parece revelar, asimismo, cierta dimensión estratégica de cara a la competencia entre mercados en su valoración de los FsA como instrumento. En cierto momento, los FsA parecían poder llegar a reeditar los efectos del famoso “Big Bang” en el mercado de renta variable londinense de mediados de los ochenta.

La conclusión que se anticipaba al inicio de este apartado permite plantear la predicción de que los proyectos mencionados alcanzarán, una vez se pongan en marcha, una escala bastante más moderada que la que anticipan los esfuerzos desplegados para ponerlos en marcha. De hecho, desde una perspectiva de prudencia, 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, desde ese punto de vista, el futuro de los FsA. Aunque algunos de estos razonamientos solo son pertinentes en determinados contextos institucionales, hay otros que tienen un alcance más general.

Entre estos últimos, cabe destacar el hecho de que en una hipotética competencia entre bolsas convencionales 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. 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.

Otros argumentos de organización industrial que cuestionan el potencial de desarrollo de los FsA son aplicables específicamente al caso norteamericano. En este sentido, debe volver a recordarse que el marco institucional norteamericano para los mercados financieros distingue entre la industria de los valores y la de los derivados, poseyendo cada una su propio regulador e intermediarios.

En ese contexto, un hipotético desplazamiento de la actividad hacia FsA, en detrimento de las bolsas, podría constituir una amenaza para algunos segmentos de actividad de los bancos de inversión, como apunta Polyn (2002). En efecto, además de afectar a sus servicios de intermediación en el contado, podrían afectar a su actividad en el préstamo de valores para facilitar la adopción de posiciones cortas. Obviamente, la disposición a promover un producto que “canibaliza” parte de su oferta más rentable no cabe esperar que sea la mejor.

Desde otro punto de vista, la multiplicidad que se vislumbra en la oferta de FsA en EEUU podría ser el germen de su propio fracaso si ello conduce a la fragmentación de su liquidez. Tanto a nivel de contratación como de compensación, la congregación de órdenes constituye, al mismo tiempo, síntoma y condición para el éxito de cualquier instrumento. El argumento resulta de sobra conocido en el ámbito de la contratación, en el que, ciertamente, NQLX y OneChicago mantienen un considerable solapamiento. Veamos cómo se aplica el argumento en el ámbito de la compensación. La economía en las garantías exigidas por la cámara de compensación, resultado del neteo multilateral de posiciones, podría no alcanzar a posiciones en FsA contratadas por un mismo titular en mercados distintos, si es que los contratos correspondientes no son totalmente fungibles.

Por lo que se refiere a la competencia entre mercados que ofrecen FsA, las variables estratégicas disponibles para las sociedades rectoras pertenecen a dos categorías: el entorno de contratación y el entorno de 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, la relativa a los costes de liquidación y compensación, 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, unido al mandato de neutralidad entre mercados en sus decisiones, debería limitar cualquier proceso de competencia entre mercados oferentes de FsA basado en una reducción de los estándares de calidad en la gestión del riesgo de contrapartida.

Las dudas expresadas hasta ahora sobre un éxito generalizado para los FsA no ponen, sin embargo, en cuestión la revolución que introducen. Ya se ha comentado el

alcance de la misma, por lo que se refiere al levantamiento de restricciones históricas en los mercados bursátiles. Pero, en Estados Unidos, la principal dimensión en la que los FSA constituyen un elemento revolucionario reside en su condición de precedente para la armonización de las industrias norteamericanas de valores y de derivados. La unificación de la SEC y de la CFTC no se vislumbra cercana, pero el mandato de coordinación que el Congreso les impuso a finales de 2000 ha contribuido a que se tiendan los primeros puentes entre ambos “mundos”, al exigir una regulación y supervisión conjuntas del producto FSA. La lectura de las normas conjuntas redactadas por la SEC y la CFTC, sobre garantías mínimas exigidas a los clientes de las dos categorías de intermediarios implicados, no permite anticipar que ese proceso de convergencia apuntado vaya a ser rápido. El análisis coste-beneficio, con el que se justifica una interpretación conservadora del mandato del Congreso, presenta cierto sesgo hacia el mantenimiento del *status* actual. Sin embargo, previsiblemente, a largo plazo, los FSA acabarán surtiendo sus efectos en el mercado norteamericano.

8. Conclusiones

La autorización y el próximo lanzamiento de futuros sobre acciones en Estados Unidos han suscitado un elevado interés por el alcance de sus implicaciones. Gran parte de esta atención ha sido debida a que la introducción de futuros sobre acciones ha exigido el levantamiento de una prohibición histórica del Congreso norteamericano. Con anterioridad, la introducción de futuros sobre acciones había adquirido también cierta dimensión estratégica también en Europa. La iniciativa de LIFFE de introducir contratos transfronterizos sobre acciones tuvo, en determinado momento, ciertas reminiscencias de lo que fue el “Big Bang” en los mercados bursátiles europeos.

Sin embargo, la iniciativa de LIFFE ha languidecido desde su inicio y se ciernen numerosas dudas sobre las posibilidades de éxito de las diversas plataformas que van a introducir en breve futuros sobre acciones. En este contexto, MEFF constituye una excepción en el panorama internacional, por el éxito que han cosechado los futuros sobre acciones que introdujo en 2001.

En este contexto, este trabajo ha analizado las potencialidades y debilidades que rodean a los futuros sobre acciones como instrumento. Los futuros sobre acciones constituyen una revolución en los mercados de renta variable en dos aspectos relativos a su microestructura. En primer lugar, los futuros sobre acciones permiten, por la definición misma del producto, la contratación a plazo de acciones, una operativa tradicionalmente vedada en los entornos bursátiles. En segundo lugar, los futuros sobre acciones facilitan la adopción de posiciones cortas en acciones, otro aspecto sujeto a restricciones en la mayor parte de plazas bursátiles.

El análisis de estas innovaciones, reafirmando su utilidad, no demuestra, sin embargo, que las mismas estimulen una demanda estable a largo plazo para los futuros sobre acciones. Cabe aventurar diversos empleos de estos instrumentos 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 futuros sobre acciones 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 los FSA permiten ciertamente la extensión de este tipo de prácticas. Sin embargo, la aparición de una demanda estable de futuros sobre acciones en el mercado español ha descansado, hasta el momento, en 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 elusión han servido de manera óptima los instrumentos objeto de este análisis.

No siendo considerado cuantitativamente demasiado importante para el desarrollo de los futuros sobre acciones el efecto desplazamiento hacia los mismos de agentes especuladores (tipo *day traders*), sí merece atención el tratamiento regulatorio de los riesgos que surgen en ese contexto, especialmente en Estados Unidos.

En Estados Unidos la Regulación T limita desde la época de la Gran Depresión el apalancamiento accesible en los mercados norteamericanos de renta variable. Con ese fin, el instrumento de control regulatorio es el sistema de garantías que se exige depositar a la clientela de los intermediarios bursátiles por sus adquisiciones de acciones, opciones sobre acciones, etc. La introducción de futuros sobre acciones 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 para el conjunto de intermediarios y mercados que caen bajo sus respectivas competencias. La verdadera revolución introducida con el mandato del Congreso para autorizar en Estados Unidos los futuros sobre acciones es este primer paso (tímido en su materialización, hasta el momento) hacia la normalización del complejo marco institucional norteamericano de reguladores y mercados de valores, por un lado, y de derivados, por otro.

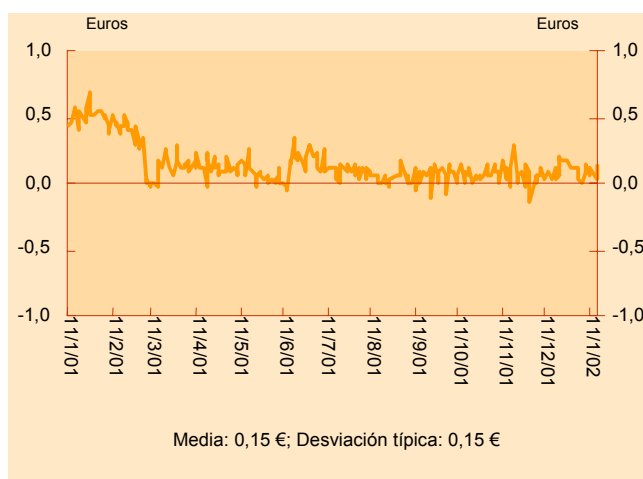
APÉNDICE

Tabla 1 Características de los futuros sobre acciones en distintos mercados

Mercado	Contratos	Entrega	Unidades del subyacente	Valor del Tick	Márgenes
Euronext Amsterdam	9	Física	100 acciones	1 €	10%, 15% o 20%, según la acción
Euronext Lisboa	7	Física	100 acciones	1 €	N.D.
HEX	151	Física	100 acciones, salvo ajustes	1 €	N.D.
HKFE	29	Efectivo	No uniforme	HK\$ 0,01 por acción	N.D.
LIFFE	122	Efectivo	100 acciones, excepto para las italianas y las británicas, que son 1.000	0,01 € por acción para la Europa continental, US\$ 0,01 por acción para Estados Unidos y 0,5 peniques por acción para el Reino Unido	Dependiendo de la acción (de su volatilidad) y del precio de cierre de la misma, varían desde un 3% hasta un 58%, con una media entre el 7% y el 15%
MEFF	9	Física o en efectivo (opcionalidad limitada)	100 acciones, salvo ajustes	1 €	15%, 20% o 25 % según la acción
MICEX	3	Efectivo	100 acciones en dos contratos y una en otro	N.D.	N.D.
Montreal Exchange	1	Física para acciones canadienses y efectivo para las internacionales	100 acciones	1 Can\$ para contratos canadienses y 1 US\$ para internacionales	N.D.
NQLX	50	Física	100 acciones	\$ 1	
OneChicago	71	Física	100 acciones	\$ 1	
SAFEX	60	Física	100 acciones	R 1	N.D.
SFE	11	Física	En general, 1.000	10 AUD\$	N.D.
SGX	15	Efectivo	1.000 acciones	N.D.	N.D.
Stockholmbörsen	30-40	Física	100 acciones	25 SEK	N.D.

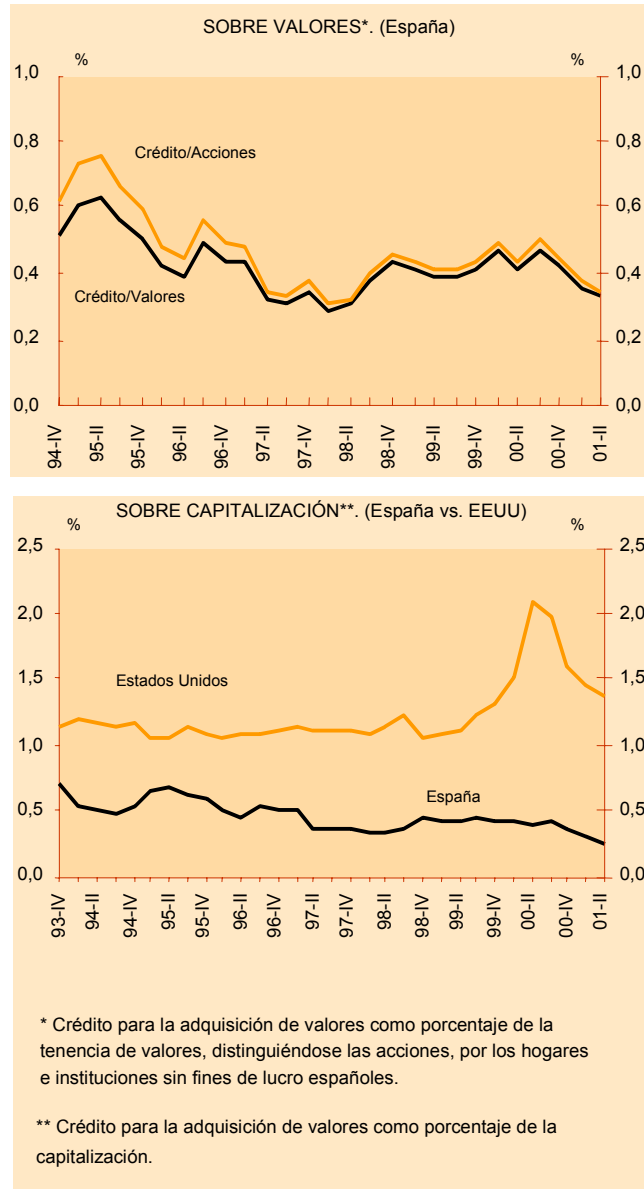
GRÁFICO 1

Diferencial de precio futuro-contado para Telefónica



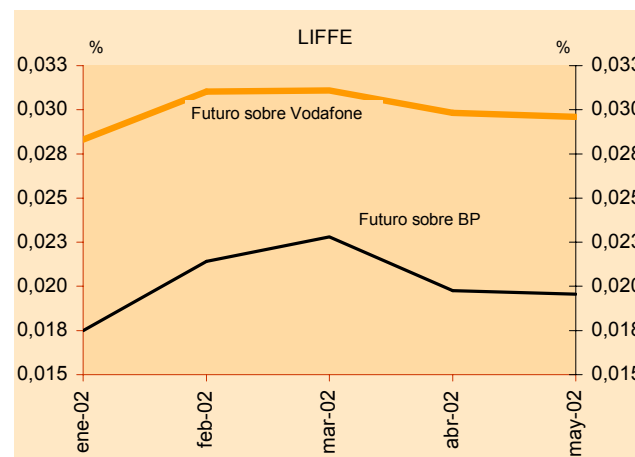
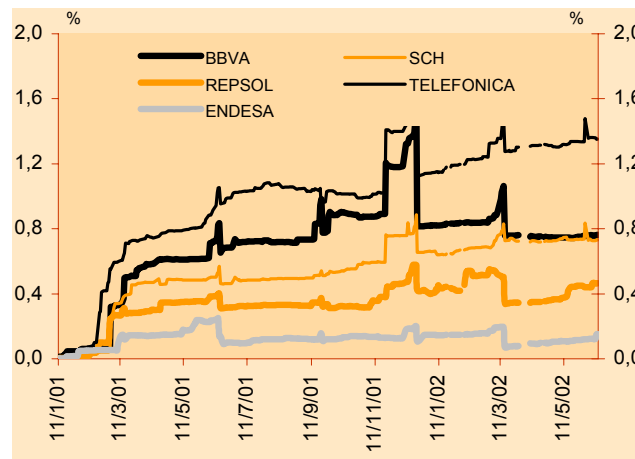
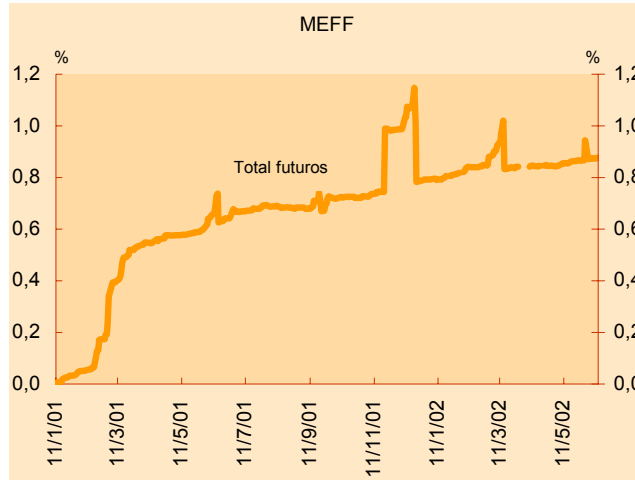
Fuente: Bloomberg.

Crédito para la adquisición de valores



Fuentes: Banco de España y Reserva Federal.

Interés abierto relativo en futuros sobre acciones*

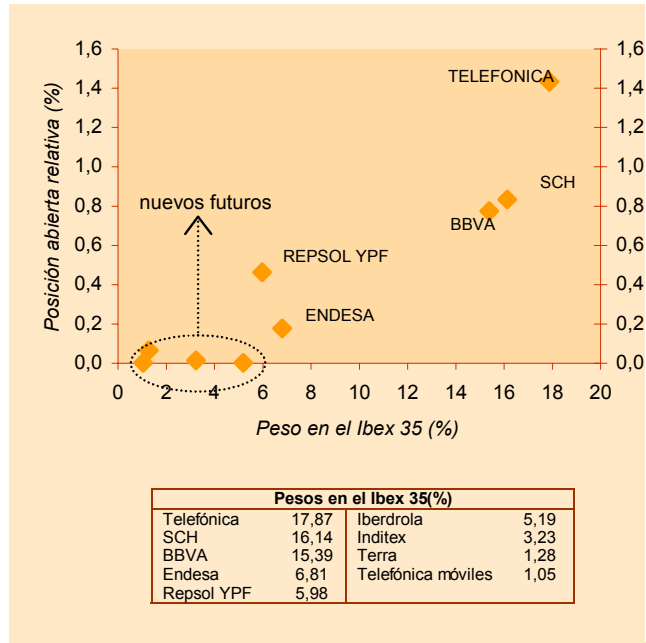


* Interés abierto del futuro, expresado en número de acciones, dividido por el número de acciones del activo subyacente admitidas a cotización.

Fuente: MEFF, Bolsa de Madrid, LIFFE y LSE.

GRÁFICO 4

Posición abierta en futuros vs peso del subyacente en el Ibex35*

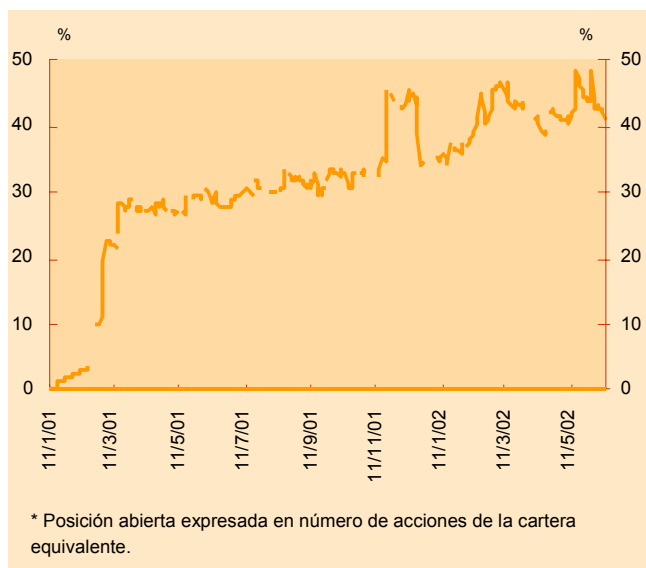


* A fecha 18 de junio de 2002.

Fuente: MEFF y Sociedad de Bolsas.

GRÁFICO 5

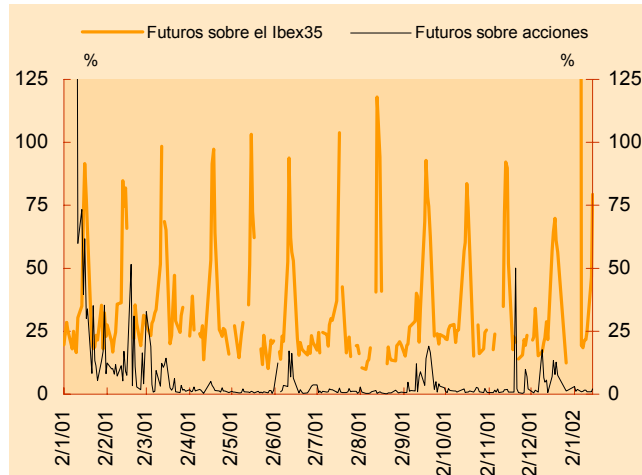
Posición abierta en futuros sobre acciones / posición abierta en futuros sobre el IBEX 35 *



Fuentes: MEFF.

GRÁFICO 6

Rotación*

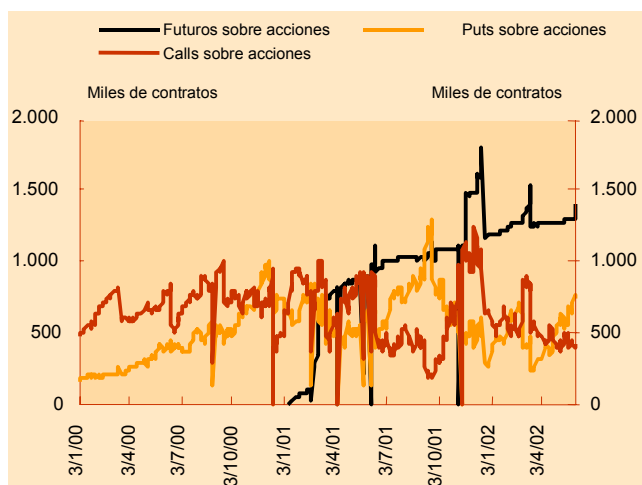


* La rotación se define como el cociente entre el volumen negociado y el interés abierto.
 NOTA: los picos en la rotación de los futuros sobre el Ibov35 responden a la periodicidad mensual de sus vencimientos.

Fuente: MEFF.

GRÁFICO 7

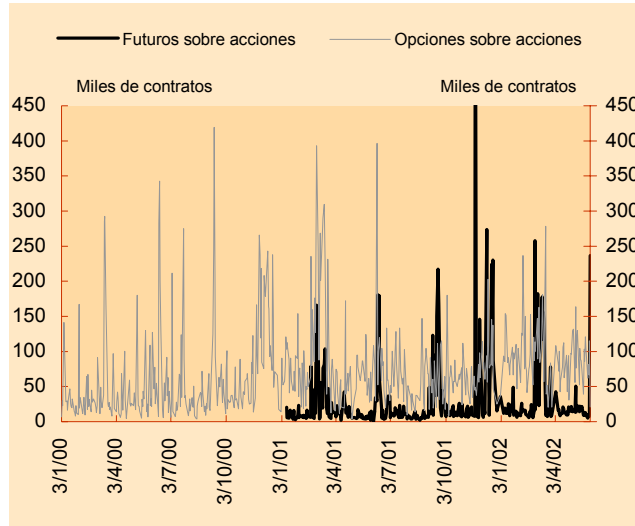
Posición abierta en futuros y opciones sobre acciones*



* Posición abierta de las opciones corregida por la delta.

Fuentes: MEFF y cálculos propios.

Volumen negociado en futuros y opciones sobre acciones



Fuente: MEFF.

Bibliografía

- Blake, D., Timmermann, A. (2001), "Performance Benchmarks for Institutional Investors: Measuring, Monitoring and Modifying Investment Behaviour", Discussion paper PI-0106, The Pensions Institute.
- Brady, N.F., et al. (1988), *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, USGPO, Washington D.C.
- Campbell, J.Y., Viceira, L.M. (2002), *Strategic Asset Allocation*, Oxford University Press.
- CFTC, SEC (2002), "Customer Margin Rules Relating To Security Futures", (Release N° 34- ; File N°. S7-) SEC, CFTC, 2 de julio.
- Danielson, B., Sorescu, S. (2001), "Short sale constraint and Overvaluation", Universidad de Houston.
- Duffie, D., Garelanu, N., Pedersen, L.H. (2002), "Securities Lending, Shorting, and Pricing", mimeo.
- Fortune, P. (2000), "Margin Requirements, Margin Loans and Margin Rates: Practice and Principles". *New England Economic Review*, sep/oct, pp. 19-44.
- Galbraith, J.K. (2000), *El crac del 29*. Ariel. (traducción al español del original de 1954).
- Lascelles, D. (2002), "Single stock futures: the ultimate derivative", Center for the Study of Financial Innovation document.
- MEFF, Condiciones generales de los futuros sobre acciones.
- Partnoy, F. (2001), "Comments on Joint Proposed Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures", University of San Diego School of Law.
- Polyn, G. (2002), "Success is hardly assured". *Risk, Derivatives Exchanges Supplement*, febrero, pp. S6-S8.
- Solnik, B. (1990), "The Distribution of Daily Stock Returns and Settlement Procedures: The Paris Bourse", *Journal of Finance*, 45 (5), pp. 1601-1609.