

Futuros sobre acciones individuales

Guido Gallo
Contador Público

capacita@bcr.com.ar

Diciembre de 2001

"Los conceptos, datos y opiniones vertidas en los artículos, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión de la Bolsa de Comercio de Rosario, deslindando la institución toda responsabilidad derivada de la exactitud de la información allí contenida. Queda prohibida la reproducción total o parcial de los artículos sin autorización de sus autores".

Abstract

Un **conflicto jurisdiccional entre la SEC y la CFTC** trabó durante dos décadas la operatoria en futuros sobre acciones individuales en los EE.UU.. Durante ese tiempo sólo fue permitida la negociación de futuros de índices bursátiles generales, quedando vedada también la negociación de índices bursátiles sectoriales.

En diciembre de 2000 y a partir de la *Commodities Futures Modernization Act* (CFMA) **se levanta la prohibición sobre estos instrumentos y se crea una nueva oportunidad de negocios para los mercados**, que inician el proceso de diseño y difusión de esta renovada herramienta para la administración de riesgo.

Es opinión generalizada en la Industria de los Futuros que los contratos sobre acciones individuales revolucionarán a los mercados bursátiles y rápidamente alcanzarán importantes niveles de volumen en los EE.UU..

En el presente trabajo se exponen brevemente las características básicas, historia y perspectivas de estos nuevos contratos.

ANTECEDENTES E HISTORIA

El conflicto jurisdiccional que terminaría implicando 20 años de imposibilidad de operatoria de futuros sobre acciones individuales en los EE.UU. surgió en 1974 cuando **el Congreso modificara el concepto de “commodity”** y los dos entes reguladores de instrumentos financieros en los EE.UU. se disputaran el contralor de determinadas operaciones .

Sólo en 1982 el conflicto relativo al alcance de la SEC y la CFTC en cuanto a la regulación de ciertos instrumentos financieros encontraría un principio de solución con **el acuerdo Shad-Johnson**.

Éste, en términos generales, **separó la regulación de los futuros de la regulación de los títulos valores**, otorgándole alcance jurisdiccional a la CFTC sobre los primeros y a la SEC sobre los segundos. Parte del acuerdo estableció que si un producto era un contrato de futuros sobre un índice bursátil o una opción sobre uno de estos futuros sería materia de regulación por parte de la CFTC; tratándose de una opción sobre una acción o sobre un índice bursátil el alcance sería para la SEC.

Además de esta separar las aguas, el *acuerdo Shad-Johnson* **prohibió la operatoria de futuros sobre acciones individuales y los índices bursátiles sectoriales**, de manera de permitir que la SEC y la CFTC resolvieran sus diferencias regulatorias y filosóficas; a esta veda se la llamó **“moratoria”**.

“They could not reach an agreement because there was too much grey area when it came to dealing with certain key issues”

William J. Brodsky, CEO de CBOE

La *Commodities Futures Modernization Act* (CFMA) del año 2000, entre otras cosas, terminó con la “moratoria” impuesta por el *acuerdo Shad-Johnson* y **estableció las fechas en las cuales volvería a estar permitida la negociación de futuros sobre acciones individuales**. De acuerdo a la CFMA, desde el 21 de agosto de 2001 “participantes elegibles” (bancos, compañías de inversión e individuos con más de 5 millones de dólares en activos) pueden operar futuros sobre acciones individuales a través de mercados institucionalizados y con la intervención de una Clearing House; para los operadores minoristas, la autorización regirá a partir del 21 de diciembre de 2001. Las opciones sobre futuros de acciones individuales y las opciones sobre índices sectoriales podrán operarse solamente después del 21 de agosto del 2003.

Si bien las disputas entre la SEC y la CFTC se encuentran lejos de ser resueltas, la CFMA impuso regulación conjunta entre los dos entes por lo que **debieron proponer normas conjuntas** para la implementación de provisiones estatutarias relativas a estos productos. El 10 de mayo de 2001, la SEC y la CFTC emitieron un acuerdo inicial de normas propuestas en la que se dividen funciones y acuerdan exclusividad para determinados productos.

CARACTERÍSTICAS

Los contratos de futuros sobre acciones individuales poseen como activo subyacente acciones ya emitidas que cotizan en mercados bursátiles.

Como contrato derivado, brindan la posibilidad de **posicionarse en una acción bursátil sin la necesidad de adquirirla.**

La posesión de un contrato de futuros no es equivalente a la tenencia de un activo, por lo que **su tratamiento legal, impositivo y económico difiere** del resultante de la compra de una acción mediante una operación en el mercado de contado.

Quien adquiere una acción en el mercado spot es comprador de un bien y por lo tanto debe abonar la totalidad del precio pactado por el mismo. Quien toma una posición en un contrato de futuros obtiene resultados que se derivan del valor de la acción y sólo debe hacer frente a los requerimientos de márgenes de garantía a la Clearing House del mercado donde los futuros hubiesen sido comprados.

De esta manera, los futuros sobre acciones se constituyen en una **herramienta caracterizada por su simplicidad de manejo, bajos costos, apalancamiento y alta flexibilidad** para estrategias especulativas o de cobertura.

Las características de los futuros sobre acciones bursátiles los convierten en instrumentos a cuya valuación **se aplica perfectamente el modelo de costos de traslados**: las acciones de alta liquidez elegidas como subyacente de estos contratos satisfacen los requisitos (estos son: facilidad de venta en corto, grandes cantidades ofrecidas por el mercado, producción y consumo no estacional y facilidad de almacenamiento) necesarios para que este modelo de valuación adquiera sentido.

De acuerdo a este modelo, **el precio de una acción a futuro debe reflejar la sumatoria entre el precio de contado y el interés por el plazo al vencimiento menos los dividendos que en su caso pague la acción antes del vencimiento del futuro.** Las diferentes perspectivas que los operadores tengan sobre las tasas de interés y sobre los dividendos hacen que lleguen a distintas conclusiones acerca de la cotización adecuada para una acción a futuro.

Una decisión crítica que deberán tomar quienes diseñen este tipo de contratos es su modalidad de cancelación al vencimiento: **entrega física o ajuste en efectivo.** La liquidez en el mercado de contado al momento del vencimiento del contrato es un factor fundamental para brindar seguridad sobre la integridad de las operaciones. Cancelación por ajuste en efectivo genera preocupaciones en cuanto a maniobras de **“manipulation”** y la entrega física provoca temor a maniobras de las denominadas **“squeezes”**.

UTILIDAD

A continuación se detallan 5 usos que los operadores seguramente darán a estos contratos:

Incremento de la exposición mediante apalancamiento: cuando se compran acciones el comprador debe abonar al vendedor el total del precio convenido por la transacción. En cambio, cuando se negocian futuros no se produce un intercambio de dinero entre las partes sino que ambos, comprador y vendedor, constituyen garantías ante el mercado solamente por un porcentaje del valor de las acciones a futuro.

Tomamos el ejemplo de la comparación entre la compra de una acción en el mercado de contado versus la toma de una posición comprada en futuros para la misma acción. Puesto que la inversión inicial es menor para el caso de los futuros, la rentabilidad porcentual de la inversión será mayor. A este efecto se lo denomina apalancamiento. Lógicamente, en el caso de que los mercados se movieran de manera adversa, la pérdida también hubiese sido porcentualmente mayor.

	<u>Operación de contado</u>	<u>Operación con Futuros</u>
Precio de compra	100	102
Precio de venta	<u>105</u>	<u>107</u>
GANANCIA	5	5
Inversión inicial	100	20
Rentabilidad sobre la inversión inicial	5%	25%

Desde este punto de vista, puede verse a los futuros sobre acciones individuales como sustitutos de la compra de acciones en mercados de contado ya que se consigue la misma exposición con la diferencia de que se requiere una menor cantidad de efectivo inmovilizado y los costos de transacción generalmente son menores en los derivados que en las operaciones de contado.

Una consecuencia del apalancamiento es que los futuros permiten tomar posiciones de tamaño mayor que las que se logran en el contado. En este nuevo ejemplo, comparamos las posiciones que pueden conseguirse con la inversión de \$1000 en ambos mercados.

	<u>Operación de contado</u>	<u>Operación con Futuros</u>
Inversión inicial	1000	1000
Desembolso por acción	100	20
Tamaño de la posición (en acciones)	10	50
Ganancia por acción	5	5
GANANCIA TOTAL	50	250

Toma de posiciones vendidas: aquellos inversores que poseen expectativas bajistas en cuanto a la dirección futura de la cotización de una acción y que se encuentran imposibilitados de emplear instrumentos derivados, no disponen de ninguna herramienta que les permita beneficiarse con la caída en las cotizaciones (a excepción de que

dispusieran de tal acción en su portafolio y la vendieran, en cuyo caso la ganancia vendría dada por lo que no perdieron gracias a la operación).

La toma de una posición vendida en un contrato de futuros sobre una acción individual permite que los inversores tengan una manera sencilla y económica de obtener beneficios si los precios de las acciones cayeran.

Cobertura de acciones: en el caso de un inversor que dispusiera de una cartera de acciones y tuviese expectativas bajistas con respecto a las mismas, los mercados de futuros le brindan la posibilidad de neutralizar el efecto de una caída en el precio de las mismas sin la necesidad de realizar operaciones, generalmente costosas, en el mercado de contado.

En el caso de un inversor que dispusiera de 100 acciones de una determinada empresa y pensara que la cotización posiblemente experimentará una baja, entonces debería tomar una posición vendida en futuro de manera de neutralizar su exposición. Cuando sus expectativas se modifiquen, simplemente cancelará su posición en futuros y restituirá su cartera al estado inicial.

Así, los mercados de futuros se constituyen en una herramienta de administración de carteras que permiten manejar de manera económica y ordenada un portafolio, ya que se ahorran costos relativos a la operatoria y movilización de dinero en el mercado contado.

Si el inversor no cancelara su posición en futuros y la mantuviese a vencimiento para entonces liquidar sus acciones y cancelar los futuros (o hacer entrega de las acciones si el contrato lo permitiera), su beneficio sería igual al los costos de acarreo o tasa de interés, por lo que habría convertido su inversión de renta variable en una de renta fija.

Fijación de un precio de compra: aquellos inversores con intenciones de realizar una inversión en alguna acción pero que no dispusieran del capital necesario para solventar la compra hasta determinada fecha futura, se verían beneficiados por la existencia de futuros sobre acciones individuales ya que mediante éstas podrían asegurarse un precio de compra futuro. La toma de una posición comprada en futuros sobre una acción determinada permite cubrir el precio final de adquisición de un papel determinado.

Especulación con Spreads: si un inversor tuviese perspectivas inciertas respecto al movimiento de las acciones en general y certeza acerca del valor relativo de una acción con respecto a otra, sólo a través de los futuros podrá diseñar una estrategia de inversión que se amolde perfectamente a sus expectativas.

Si operase solamente en el contado podría darse la situación de que, aún cumpliéndose sus premisas respecto a la evolución de estos dos papeles, el resultado final fuese negativo. Los mercados de contado sólo le brindan la posibilidad de posicionarse al alza en aquella acción que considere fuera a tener mejor desempeño cuando, en realidad, sus perspectivas reales no son de incremento en la cotización de un papel sino alcistas en un papel respecto a otro.

Para conseguir una cartera adecuada a sus expectativas deberá tomar posiciones combinadas o spreads en dos futuros sobre acciones individuales; tomemos el caso de un inversor que piensa que las acciones de A se encuentran subvaluadas respecto de las de B, pero como no tiene certeza de cual será el movimiento de las acciones en general. Para armar su estrategia deberá comprar futuros de A y a la vez vender futuros de B.

	<u>Acciones de A</u>	<u>Acciones de B</u>
Precio contado	10	10
Precio futuros	11	11

Si al cabo del plazo de la inversión se ha cumplido la premisa del inversor pero los precios de las acciones en general han caído, entonces la situación podría ser la siguiente:

	<u>Acciones de A</u>	<u>Acciones de B</u>
Precio contado	8	7
Precio futuros	9	8

El resultado para el inversor será positivo porque aunque perderá \$2 por los de futuros comprados de A, ganará \$3 por los futuros vendidos de B. Nótese que si el inversor solamente hubiese comprado acciones de A en el mercado contado por considerarlas las de mejores perspectivas, hubiese perdido dinero.

Si los precios de las acciones en general hubiesen subido y la premisa del inversor se hubiese cumplido, entonces la situación sería similar a la siguiente:

	<u>Acciones de A</u>	<u>Acciones de B</u>
Precio contado	13	12
Precio futuros	14	13

Nuevamente el resultado del spread armado por el inversor sería positivo porque se estaría haciendo de \$3 por la compra de futuros de A aunque perdería \$2 por la venta de B.

COMPETENCIA ENTRE MERCADOS

La industria financiera de Chicago conoce el potencial del negocio perdido como consecuencia de la prohibición y desde entonces ha realizado esfuerzos por conseguir que el acuerdo fuera modificado.

Fuera de los EE.UU., **los futuros sobre acciones individuales se han estado operando en varios países** con éxito relativo. España, Canadá, Suecia, Hong Kong e Inglaterra son algunos de los países donde mercados han listado este tipo de productos.

“That what we are fighting for... the right to compete. These products can open up a universe”

Leo Melamed, Chairman Emeritus and Senior Policy Advisor del CME

De acuerdo a palabras del CEO de CBOE, William J. Brodsky, el anuncio de que el mercado londinense LIFFE iniciaría la oferta de futuros sobre acciones individuales de papeles bursátiles no sólo domésticos sino también internacionales (norteamericanos entre ellos) “francamente **agregó ímpetu** en conseguir que la legislación fuese aprobada”.

La situación actual en cuanto a operatoria de futuros sobre acciones individuales muestra a dos mercados importantes intentando consolidar sus nuevos negocios: el MEFF español alcanza volúmenes satisfactorios para sus productos listados (exclusivamente acciones de empresas españolas) y LIFFE **quebrando día a día records de volúmenes e interés abierto** e incorporando acciones de diferentes países del mundo con el objeto de globalizar las oportunidades de trading ofrecidas por sus “Universal Stock Futures”.

Mientras tanto, un **joint venture entre los tres grandes mercados de Chicago** (ChicagoOne LLC) se prepara para salir a competir con otros proyectos dentro de los EE.UU., entre los que se destaca el del AMEX, y con LIFFE, que posee una alianza estratégica con Nasdaq.

El inicio de la actividad de los mercados norteamericanos de futuros sobre acciones individuales estaba previsto para finales de 2001, pero como consecuencia las turbulencias bursátiles ocurridas tras los ataques del 11 de septiembre se consideró apropiado postergar su lanzamiento hasta mediados de 2002.

Si bien la mayoría de los analistas consideran que al menos uno de estos mercados conseguirá ser exitoso como consecuencia de los beneficios que implican para los inversores, hay quienes consideran que peligra la utilidad de estos nuevos productos debido a lo **estricto de los márgenes** que podrían imponerse y a la **equivalencia financiera con posiciones sintéticas realizadas mediante opciones**, productos ya largamente difundidos en los mercados americanos.