

¿Qué es el swing pricing?

Enrique Castellanos, FRM, MFIA, director del Instituto BME

Hace tiempo que quiero hablar de este tema. No por el swing pricing en sí, sino por la razón por la cual se suele aplicar: el coste de liquidez, muchas veces obviado o menospreciado por parte de los inversores, incluso institucionales. El swing pricing no es más que un ajuste que se suele hacer al valor liquidativo (NAV) para repercutir los costes a los que suscriben o reembolsan grandes cantidades de dinero de un fondo para intentar proteger a los inversores que ya estaban o que se quedan en dicho fondo. Lo explicaré más tarde un poco mejor.

Vamos al fondo de la cuestión, la liquidez. Resulta paradójico pero la industria de gestión de activos tiene un problema que bajo mi punto de vista es serio: los fondos tienen que ofrecer liquidez diaria mientras que los activos que tienen bajo gestión pueden no serlos bajo determinadas circunstancias. Esto puede ocurrir en activos de renta variable también, pero es especialmente importante cuando hablamos de renta fija. Por supuesto, incluyo ETF y Private Equity, en ambos casos el problema puede ser muy serio.

Una acción del IBEX 35 puede ser muy líquida, pero todo depende de la cantidad que se quiera vender o comprar. De hecho, en los mercados tenemos mecanismos para que se puedan negociar grandes volúmenes sin que afecte al precio de mercado, como es, por ejemplo, la operativa de bloques o las negociaciones en periodos de subasta. También, más recientemente, los algoritmos que intervienen en el mercado tratan de realizar grandes volúmenes sin que se vea alterado el precio, al menos no demasiado, pero claro, todo depende del volumen que se quiera deshacer.

El caso de la renta fija es un mundo completamente aparte, donde hay activos bastante líquidos, otros no tan líquidos pero que se pueden comprar y vender con facilidad sin hacer demasiadas concesiones en el precio y otros completamente ilíquidos: bonos gubernamentales, corporativos investment grade, high yield, titulaciones, etc. Si en renta variable hasta el activo más líquido dependiendo del volumen puede tener problemas, imaginaros en renta fija... puede ser un drama.

Hay que distinguir entre un problema de liquidez puntual y problema de confianza, aunque lo primero pueda desencadenar lo segundo. También hay que tener claro cuándo una caída del liquidativo es por efecto del pánico, ya que en este caso da igual lo que haya dentro del fondo; puede ser de la mayor calidad, pero si hay prisa por vender, se hará a precios malos. Un fondo de renta fija, cuando hay reembolsos y tenga que vender activos, lo normal es que venda un poco de todo, para no cambiar la estructura de la cartera, pero en una situación de estrés donde necesita más efectivo y tiene que

Mayo 2023

vender más, les resultará más fácil deshacer la posición y a menor coste en los activos más líquidos... por eso a veces se da la circunstancia de que caen más los precios de los bonos investment grade que los high yield. Para que os hagáis una idea, a nivel mundial, un Bono investment grade tiene una negociación media de una vez al mes.

Una gestora debe valorar a mercado, y cuando no sea posible lo debe hacer contra modelo (mark to market y mark to model), pero siempre debe salvaguardar los intereses de sus partícipes. En los casos de estrés y tensiones de mercado importantes como lo fue en marzo de 2020, donde valorar a mercado tampoco era muy realista dado el pánico y los precios absurdos de ese momento, las gestoras tienden a valorar los productos de diferente manera. Los hay que se pasan de prudentes y los que se pasan de optimistas, a veces los primeros por querer ser conservadores, se llevan todas las bofetadas del mercado. Behavioral finance en estado puro.

La liquidez cuando hay reembolsos o suscripciones importantes puede ser un problema y precisamente por eso desde hace algunos años existe el mecanismo de swing pricing en los fondos de inversión. El swing pricing puede ser total, es decir, aplicarse siempre o parcial, que se aplique sólo a partir de un determinado umbral. Lo habitual es que las gestoras publiquen si utilizan o no este mecanismo, pero no cuándo ni cómo para evitar que esa información sea utilizada en su contra. La gestora debe evaluar cuáles van a ser los flujos de suscripciones y reembolsos y su efecto en los valores del activo. Además de tener un horario a partir del cual no admiten más órdenes, otro para calcular el liquidativo y una fecha de liquidación, aún así no tienen toda la información para saber el efecto en el precio de los flujos y por esa razón los primeros vendedores se pueden beneficiar de un valor liquidativo mejor que el que luego tienen los inversores del fondo que se quedan. Eso es precisamente lo que trata de evitar el swing pricing.

Pongamos un ejemplo. Una gestora que a partir de las 10:00 am ya no admite más órdenes de compra y venta para el día, que calcula el valor liquidativo a las 16:00 y que liquida en D+1. Si llega un orden de reembolso importante a las 14:00, tomará el precio del valor liquidativo de D+1 (el día siguiente porque la orden ha llegado más tarde de las 10:00) y se liquidará en D+2. La venta de activos líquidos se hace rápidamente, pero en los menos líquidos se tardará más de más día en venderlos y por tanto el partícipe que genera el problema puede irse a un valor liquidativo superior del que deja realmente su actividad en el fondo. Por eso decíamos al principio que era un poco paradójico pero es más líquido un fondo de inversión que los activos que contiene. Para evitar esto, la gestora podría aplicar un swing pricing. Supongamos que la gestora tiene:

Swing Factor	2%
Valor Liquidativo (NAV)	10
Activos bajo gestión de fondo	200m
Umbral de Swing	3%

Mayo 2023

Si la orden de venta del cliente ha sido de 10 millones, eso supone un 5% y que el valor liquidativo que se le aplica será de 9,98 en lugar de 10. La decisión de aplicar o no el swing pricing corresponde a la gestora que lo hará discrecionalmente.

En circunstancias normales, los costes y comisiones de negociación se aplican al patrimonio total y, por tanto, se reparten entre todos los partícipes. La fijación de swing pricing ayuda a garantizar que los costes más elevados de entradas o salidas significativas se repercutan en las personas responsables de la actividad de negociación. Lo cierto es que este precio oscilante será una medida eficaz siempre que sean órdenes grandes y que no se quiera que afecten a todos los partícipes, pero como haya un problema de liquidez serio, tampoco será eficaz.

Una gran orden puede desencadenar pánico en el resto de los partícipes de fondo que vean como el precio de fondo se desploma. Por tanto el swing pricing es una medida de estabilidad financiera. Otras medidas que pueden contribuir a la estabilidad y que se han discutido y considerado son:

- Comisiones de subscripción o reembolso, que normalmente no se aplican.
- Poner un preaviso de unos días para que pueda ejecutarse la orden.
- Precio de compra y precio de venta (horquilla bid-ask), como el resto de productos.
- Derechos de reembolso restringidos, de manera que se puede reembolsar hasta un máximo por día.

Ideas hay muchas, pero la verdad es que el efecto de todas ellas es muy parecido y ante una situación grave, ninguna de ellas funcionará. En Europa se utiliza mucho más el swing pricing que en EE.UU. Investigadores del BIS hicieron un estudio de durante el taper tantrum de 2013 entre fondos Luxemburgueses con swing pricing y fondos equivalentes de EE.UU. sin swing pricing, y se dieron cuenta que los fondos europeos tuvieron mayores rendimientos debido a que hubo menos dilución y que tenían menos efectivo.