

# Fondos estructurados de segunda generación

*Por Técnicas y Análisis en Derivados Financieros para MG Valores, A.V.B.*

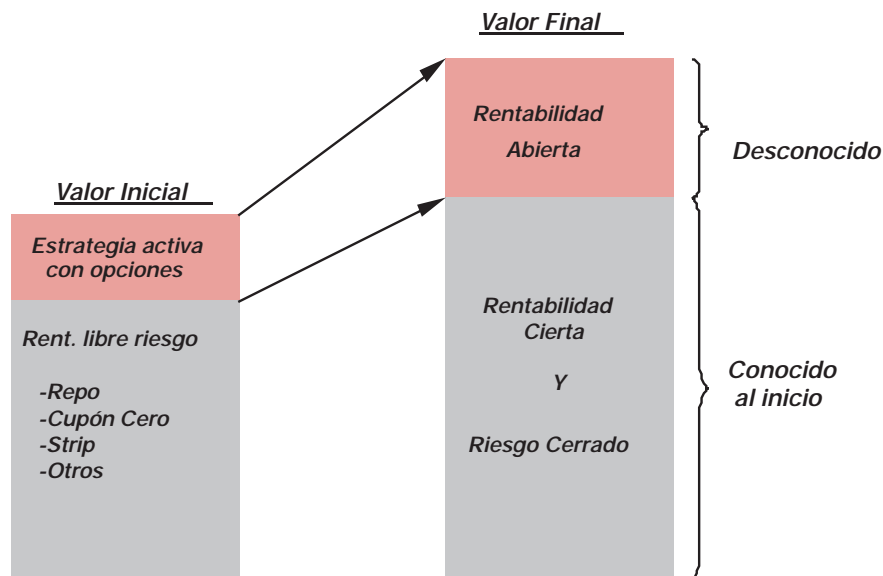
## SU NECESIDAD COMO PRODUCTO FINANCIERO

---

Tanto el periodo previo de “exuberancia bursátil” como el actual de “globo pinchado”, inducen a una serena reflexión sobre cómo satisfacer a quiénes canalizan sus ahorros a través de fondos de inversión gestionados por profesionales.

Nos encontramos con la siguiente situación:

- 1) La salida de dinero procedente FIAMMs y FIMs de renta fija demuestra que éstos no satisfacen plenamente a sus tenedores. Al parecer si bien cumplen un objetivo de seguridad, no lo hacen en lo que concierne a su rentabilidad. En cualquier caso suponen aproximadamente un 59% de los activos totales de los fondos.
- 2) Los fondos de renta variable representan el 12,5% del conjunto del patrimonio gestionado, lo que puede interpretarse cómo que la alternativa de cambiar riesgo por seguridad es muy templada.
- 3) Los fondos mixtos (renta variable + renta fija), cuya única diferencia con los de renta variable es la cantidad expuesta a riesgo, y nada más, representan aproximadamente el 14%.
- 4) Pero el mayor salto cualitativo y cuantitativo se da en los fondos garantizados en todas sus variantes, lo que demuestra hasta que punto los ahorradores buscan alternativas diferentes. Estos fondos representan alrededor del 19% del conjunto. Y todo ello a pesar de que el cliente no quiere atarse ni a un año, ni a dos, ni a tres, es decir quiere liquidez inmediata. Además el cliente ya comienza a saber paulatinamente lo que es la rentabilidad media del índice, basada en la subida de bolsa, y los riesgos de medir la rentabilidad comparando únicamente el valor de referencia al principio y al final de la vida del fondo.

**Diagrama Ratio Rentabilidad / Riesgo**

*Este cuadro muestra cómo gracias a la parte de renta fija se alcanza como mínimo la parte sin riesgo del fondo. Las opciones compradas, por su parte, pueden tomar cualquier valor, pero nunca ser negativas.*

**CUADRO I****ENTONCES, ¿QUE ALTERNATIVAS HAY?**

La respuesta puede estar en LOS FONDOS ESTRUCTURADOS DE SEGUNDA GENERACIÓN.

Para entender las diferencias existentes entre un producto garantizado gestionado "pasivamente" y un producto estructurado gestionado "dinámicamente" o un fondo de segunda generación, hacemos a continuación una breve descripción de ambos productos.

**¿QUÉ ES UN PRODUCTO GARANTIZADO?**

Como fondo garantizado se entiende aquel que como mínimo preserva el capital total o casi totalmente y cuyo rendimiento está directamente ligado a la evolución, generalmente al alza, de un activo de referencia, por ejemplo el índice IBEX-35.

Su composición, generalmente, consta de activos de rendimiento fijo combinados con derivados sobre índices o grupos de acciones cuya gestión para la casi totalidad de las gestoras es absolutamente pasiva durante toda la vida del producto, y en general solamente alcista. Además la gestora típicamente no gestiona, sino que hace de "intermediario" entre un banco de inversiones y el partícipe.

Una vez que el fondo está creado, el gestor lo mantiene hasta vencimiento.

**¿QUÉ ES UN PRODUCTO ESTRUCTURADO DE SEGUNDA GENERACIÓN GESTIONADO "DINÁMICAMENTE"?**

- 1) Un producto estructurado gestionado dinámicamente se diferencia de un producto garantizado "normal", en primer lugar por la gestión activa de la parte variable del mismo, básicamente mediante estrategias con opciones.

Veámoslo mejor con el siguiente ejemplo:

Supongamos que un determinado índice pasa de un valor de 10.000 a 11.000, y posteriormente baja a 5.500. Un fondo garantizado "normal" no tendría ninguna revalorización porque ésta está basada en la revalorización del índice, siendo en este caso nula porque el incremento del índice entre el periodo inicial y el periodo final es cero. Sin embargo, un fondo estructurado gestionado "dinámicamente" tendrá más posibilidades de obtener revalorizaciones positivas gracias a una gestión dinámica que haga aprovecharse tanto de la subida de 10.000 a 11.000 como de la bajada posterior de 11.000 a 5.500.

- 2) Su composición consta de activos financieros de renta fija, Bonos y Obligaciones del Estado generalmente, con un rendimiento conocido a priori, combinados con opciones sobre índices o acciones y que forman la parte variable del producto. (Ver Cuadro I).

## ¿CUÁNTAS CLASES HAY DE FONDOS DE SEGUNDA GENERACIÓN?

Ciñéndonos exclusivamente a la vocación de la gestión dinámica de la parte variable de un fondo estructurado, y dentro de esta parte en función de la certeza del riesgo máximo o la cuantificación probabilística del mismo, existen tres categorías:

- 1) Gestión activa, consistente en múltiples y repetidas estrategias con futuros y opciones que se aprovechan de cambios en la estructura temporal de los tipos de interés, de la volatilidad de cada activo, diferenciales entre volatilidades históricas e implícitas, etc...

Corriendo múltiples escenarios con desarrollos tipo Montecarlo, se puede estimar la rentabilidad media de todos ellos con su probabilidad. Este tipo de gestión requiere un periodo de tiempo prolongado, podríamos estimarlo en un mínimo de 2 años. Estos fondos parecen de difícil comercialización en España.

- 2) Gestión activa y apalancada de la parte variable explotando ineficiencias de mercado cuando se presentan.

Nos referimos a fondos con vocación de arbitrar contado y futuro del IBEX-35, fondos que sintetizan tipos de interés implícitos superiores a los del mercado mediante "time spreads", fondos que hacen "conversions" y "reversals" con opciones y fondos que explotan otro tipo de ineficiencias.

- 3) Por último y es el que nos ocupa, gestión activa y apalancada de la parte variable (sólo intereses) con múltiples estrategias con opciones cuyo riesgo máximo está previamente determinado. La gestión activa consiste en activar y consolidar beneficios o minimizar pérdidas desde toma de posiciones iniciales en estrategias netamente compradoras.

Esta vocación está más en consonancia con el mercado, las gestoras, los partícipes y los reguladores españoles, porque queda demostrada a priori la inexistencia de riesgos. Por tanto, en este último tipo es en el que nos vamos a concentrar. Más adelante veremos el funcionamiento real de uno de estos fondos diseñado específicamente para el mercado español.

En resumen, esta última modalidad de fondos estructurados gestionados dinámicamente se distinguen de los tradicionales fondos garantizados y de los otros estructurados en que la gestión activa de la parte variable del fondo se vincula más a los movimientos direccionales del mercado (incluso a la ausencia de los mismos) que a las alteraciones estructurales, asimetrías, etc... como sistemas de arbitraje, o por el contrario proyecciones de base estadística y en general métodos cuantitativos como metodologías de análisis. No entramos en la calificación de unos y otros pero si parece que aquellos cuya actividad está vinculada a los movimientos del mercado operan sobre un elemento consustancial al mismo, mientras que las otras modalidades dependen más de las consecuencias de dichos movimientos.

## ESPECIFICACIONES Y METODOLOGÍA DE UN CASO REAL DE FONDO ESTRUCTURADO ACTIVO DISEÑADO PARA EL MERCADO ESPAÑOL

- 1) El concepto fundamental es el de una inversión de gran estabilidad y seguridad, que incluso puede llegar a asegurar rentabilidades mínimas, con un importante apalancamiento ACTIVO, que proporciona un buen potencial de posibles beneficios tanto si la Bolsa SUBE como si BAJA con una inversión variable mínima: esto hace espectacularmente atractivo el ratio riesgo / rendimiento.
- 2) El horizonte temporal es absolutamente ilimitado y por tanto, de máxima flexibilidad en la apertura y reestructuración permanente de las estrategias, cuando se trata de absorber movimientos de flujos: esto hace posible que sea un fondo absolutamente abierto.
- 3) No se trata de un producto cerrado. Los partícipes pueden entrar y salir en cualquier momento, sin que ello suponga necesidad de penalizaciones para los mismos.

- 4) La estructura inicial del fondo está compuesta por aproximadamente entre un **94% y 97%** del patrimonio invertido permanentemente en renta fija, **Bonos, Obligaciones del Estado o Letras del Tesoro** con un rendimiento al descuento o cupón cero y/o periodificado, de esta forma se puede deducir que el valor mínimo asegurado será el valor nominal de la Deuda Pública al vencimiento elegido. Mientras que el porcentaje restante compone la parte variable, que está invertida en opciones call y put de dos vencimientos como máximo (3 y 6 meses).

La toma de posiciones inicial siempre es con gamma positivo, es decir las primas netas son siempre compradoras.

Esta característica, INVERSIÓN MAYORITARIA EN RENTA FIJA, clasifica al fondo de antemano en dicha categoría, fija o fija mixta, pero le dota de unas grandes posibilidades de conseguir los primeros puestos del ranking por el alto apalancamiento activo de la parte variable.

- 5) La tendencia es bidireccional, es decir, las posibilidades de beneficio se dan tanto frente a SUBIDAS como frente a BAJADAS de Bolsa.
- 6) Desde el momento de la toma de posiciones de la estrategia, se conoce perfectamente cual es la suma de primas netas pagadas y el máximo riesgo posible. En el caso de instituciones de inversión colectiva, se respetan con amplitud los límites máximos establecidos para la inversión en derivados.
- 7) La estrategia con opciones se activa por diversos factores, entendiendo por activar la estrategia adaptar las opciones call y put a un nuevo escenario, pero siempre permaneciendo con saldo netamente comprador. Los factores que activan las estrategias son, entre otros: el paso del tiempo, tendencia del mercado, volatilidad, diversificación, elasticidad, etc. Los resultados de la activación de la estrategia quedan determinados en el diseño de la misma, por lo que las alteraciones también están previamente recogidas en el máximo riesgo asumido.

- 8) La estrategia con opciones está diversificada linealmente sobre el máximo posible de los once valores que tienen opciones. Actualmente son ACESA, ARGENTARIA, BBV, ENDESA, FECSA, IBERDROLA, REPSOL, SANTANDER, SEVILLANA, TELEFONICA y UNION FENOSA. A medida que se vayan incorporando más acciones, se irán constituyendo estrategias sobre las mismas, lo cual reducirá todavía más el resultado del peor de los escenarios previstos para el conjunto de los valores.
- 9) La toma de posiciones en opciones sobre acciones puede hacerse en cualquier momento, no necesariamente en el momento de constituir inicialmente el fondo. Esta particularidad le diferencia claramente de un fondo garantizado "pasivo".
- 10) El estudio previo de las carteras siempre contempla la peor situación posible, en los distintos escenarios que se contemplan, por lo que las modificaciones continuas no enumeradas (su relación sería tremendamente extensa) tienden a mejorar dichos escenarios.
- 11) Lo expuesto en el punto anterior, se pone más de manifiesto en tanto que los escenarios más negativos se aplican por la suma de los peores "escenarios individuales"; es decir, desde el punto de vista de la teoría moderna de gestión de carteras, las rentabilidades de cada una de las once estrategias son aditivas no así los riesgos, por lo cual, predeterminar como el escenario más negativo "la suma de los escenarios individuales" resulta extremadamente conservador.

### **METODOLOGÍA EN LA SELECCIÓN Y ACTIVACIÓN DE ESTRATEGIAS**

- 1) La selección en base a los movimientos direccionales del mercado requiere un análisis previo de volatilidad de cada uno de los once valores en series temporales de 3, 6, 9 y 12 meses comparándola con la volatilidad implícita de sus opciones en los mismos periodos de tiempo.  
  
Su activación posterior tendrá como objetivo prioritario optimizar la elasticidad.
- 2) La selección con el condicionante previo del máximo desembolso posible hace que el total de prima neta pagada guarde a veces una relación inversamente proporcional al riesgo asumido. Este apartado supone una gran complejidad tanto en la selección de la estrategia como en la activación posterior de la misma. Pero pueden llegar a sorprender los resultados que a veces se obtienen.
- 3) En cada estrategia se analiza y conoce perfectamente de forma previa el resultado a vencimiento de al menos 4 estados, como límites del máximo riesgo asumido.

### **COMENTARIOS SOBRE LA GESTIÓN DE ESTE FONDO EN EL MERCADO DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DE MEFF RENTA VARIABLE COMO MERCADO ORGANIZADO.**

#### 1) Negociación:

- a) Como su nombre indica, la gestión activa que requieren estos productos es intensa y laboriosa. Esto se debe a que, aún cuando el máximo riesgo es conocido de antemano, la gestión controlada en opciones sobre once acciones y la vigilancia constante sobre el momento de activar la estrategia requiere recursos humanos y técnicos dedicados a tiempo completo a esta labor. Asumir la gestión de estos fondos requiere cambios de hábitos en la mayoría de las gestoras.
- b) Al contrario de lo que mucha gente cree, las opciones "no se contratan o ejecutan" sino que "se negocian". La mayoría de las personas que trasladan el estilo de contratación en acciones y futuros a las opciones sufren contrariedades; el intermediario debe saber en todo momento sus niveles propios de primas teóricas a contratar y las volatilidades asociadas a las mismas antes de ver la realidad de las pantallas.

Sin ese análisis previo puede suceder que siempre que se vaya a comprar opciones le parezca todo caro y por lo tanto le contesten que debe vender (lo que no quería), y siempre que vaya a vender opciones le parezca todo barato y por tanto le contesten que debe comprar (lo que no quería).

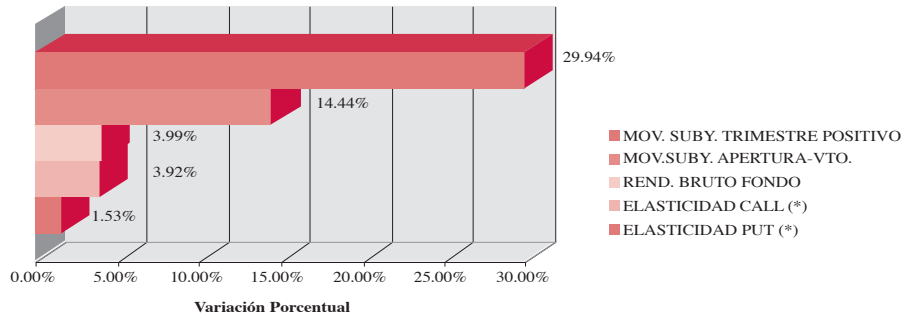
#### 2) Liquidez:

El crecimiento de la contratación de las opciones sobre acciones en España ha sido espectacular en los últimos doce meses, tendencia que seguirá en los próximos años tanto por la incorporación de más contratos, como por la proporción a los Miembros de MEFF Renta Variable de nuevas herramientas que harán incrementar la liquidez de estos productos, y nos referimos a la posibilidad de automatismos en la inyección de precios en opciones mediante desarrollos de los propios Miembros o con el suministro de terminales especiales tipo MEFFQUOTE, evitando de esta manera procesos manuales; asimismo, la mejora en la funcionalidad de las terminales actuales de contratación como la incorporación de las terminales TOPLUS permitirá un mejor control de la negociación de opciones.

RESULTADOS DE UN CASO PRÁCTICO REAL SOBRE UNA PARTE DE UN F.I.M FIJO- MIXTO.

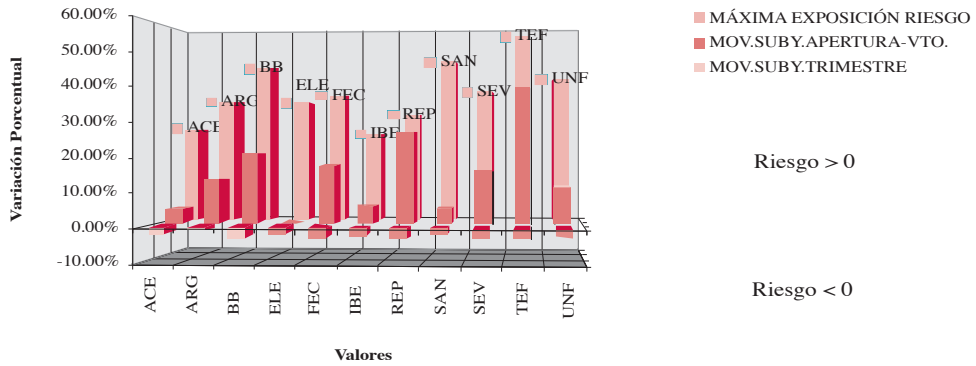
Resultados al 19-06-98

Evolución de Rentabilidad



(\*) Coeficiente de crecimiento de la prima a movimientos porcentuales unitarios del subyacente.

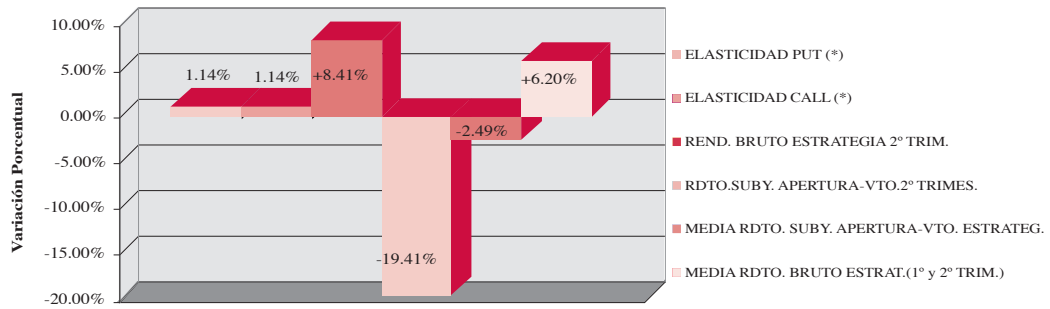
Evolución Riesgo



Riesgo > 0

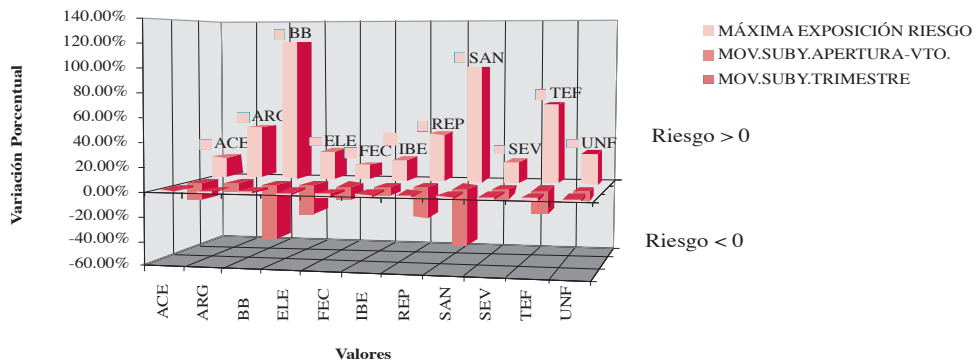
Riesgo < 0

Evolución de Rentabilidad



(\*) Coeficiente de crecimiento de la prima a movimientos porcentuales unitarios del subyacente.

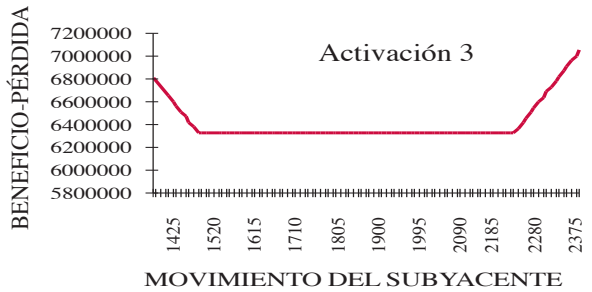
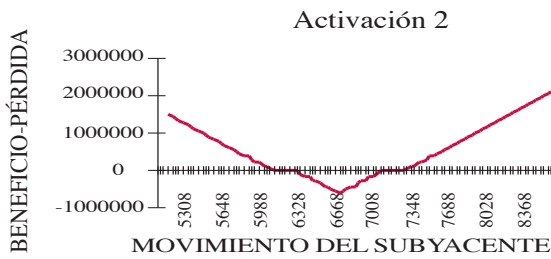
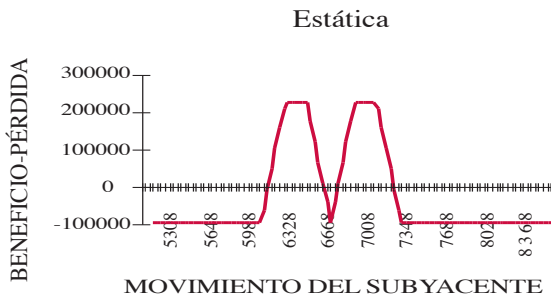
Evolución Riesgo



Riesgo > 0

Riesgo < 0

**EVOLUCIÓN DE UNA ESTRATEGIA, POR, VALOR DESDE SU APERTURA HASTA UNA POSICIÓN ÓPTIMA POR ACTIVACIONES**



**CONCLUSIÓN**

Como resumen de todo lo expuesto, la experiencia, y los datos aportados, podemos concluir lo siguiente:

- 1) Puede ser un producto idóneo para la creación de fondos abiertos especializados en renta fija...”y algo más”..., o bien para la transformación de fondos de renta fija ( en términos genéricos, fijos, fijos - mixtos, etc.) ya existentes. Sin el efecto final negativo para el partícipe por cambio de fondo.
- 2) La estabilidad de estos fondos estructurados resulta más atractiva que el fondo convencional de renta fija al no estar

sujeto su valor a variaciones transitorias en el tiempo, como consecuencia de cambios en el precio de los activos. Por el contrario, en el fondo estructurado **la variación temporal de la inversión es prácticamente cero** y sin embargo, su rentabilidad **tiene la expectativa de poder ganar tanto en subidas como en bajadas de Bolsa.**

- 3) Estos fondos están asimilados al máximo al concepto de FIAMM en cuanto a la **seguridad y ausencia de riesgo** pero con la diferencia definitiva de estar dotado de una esperanza dinámica de rentabilidad **con la probabilidad de mejorar, incluso doblar, el interés de las Letras del Tesoro.** F.L.R.