



**Universidad  
Zaragoza**

## **TRABAJO FIN DE GRADO**

# **Investigación sobre el Contract For Differences, sus activos subyacentes y la integración en el desarrollo del Asset Allocation.**

Autor

Alfonso José Pérez Herrero

Directores

Luis Ferruz Agudo

Guillermo Badia Fraile

Facultad de Economía y Empresa

2017

# INFORMACIÓN Y RESUMEN

El presente trabajo supone una completa investigación sobre una figura financiera de gran repercusión en la actualidad, pero muy escasa presencia en el ámbito académico.

A través de la recopilación de los activos subyacentes sobre los que se puede construir un *Contract For Differences* (CFD) y el conocimiento y análisis de los rasgos esenciales del mismo, se puede elaborar la conveniencia de la utilización de estos instrumentos en el *Asset Allocation* y su inserción en la teoría académica de la gestión de carteras de inversión.

# ÍNDICE

- I. Introducción del trabajo
- II. Orígenes del CFD
- III. Naturaleza y funcionamiento del CFD
- IV. Activos subyacentes
  - a. CFD sobre índices y acciones
  - b. CFD sobre Exchange Traded Funds
  - c. CFD sobre materias primas
  - d. CFD sobre FOREX
  - e. CFD sobre tipos de interés
  - f. CFD sobre renta fija
  - g. CFD sobre opciones
  - h. CFD sobre bitcoin
- V. Coberturas
- VI. Costes
- VII. Gestión monetaria
- VIII. Negociación y regulación
- IX. Utilización de CFD en la gestión de carteras de inversión
- X. Asset Allocation
- XI. Conclusiones
- XII. Bibliografía
- XIII. Anexos

# INTRODUCCIÓN DEL TRABAJO

La finalidad de este trabajo es la de profundizar en las alternativas disponibles para el pequeño inversor a la hora de gestionar su patrimonio. En concreto, se va a realizar un exhaustivo análisis de los *Contract For Differences* (CFD) como herramienta a la hora de diseñar un apropiado *Asset Management* y ampliar el elenco de activos sobre los que el inversor *retail* pueda ganar exposición.

Este instrumento financiero no es algo nuevo dentro del mundo de las finanzas, pero lo que sí resulta novedoso es el vertiginoso auge que ha experimentado su utilización entre los inversores no institucionales.

El inversor particular, por su propia naturaleza, no dispone de los medios ni de la capacidad analítica de las grandes gestoras de fondos de inversión, ni tampoco dispone del acceso a determinados instrumentos financieros a la hora de realizar una óptima gestión de la cartera de inversión. Partiendo de estas premisas, la correcta gestión del portfolio se antoja difícil para los inversores particulares al no poder acceder a determinados canales de negociación en las mismas condiciones que los inversores institucionales.

La aparición de un instrumento financiero, que pese a tener ciertas limitaciones, permite operar con un amplio elenco de activos subyacentes con mayor flexibilidad es, sin lugar a dudas, algo que merece la atención de la comunidad académica.

A lo largo del presente trabajo, se busca dar una precisa explicación sobre la naturaleza y características del CFD, su operativa y las particularidades inherentes a la misma, así como analizar las diferencias y similitudes respecto a otros instrumentos financieros y los riesgos que deben ponderarse respecto a su utilización.

## ORÍGENES DEL CFD

Los orígenes del CFD se remontan a los años 50, dentro de un contexto de liberalización de mercado eléctrico, cuando tanto productores como clientes buscaron protegerse de la alta volatilidad del mercado. Fue una decisión, la del *risk shifting*, la precursora de este instrumento financiero. Los distintos agentes económicos con interés en la evolución de los precios de la electricidad, buscaban cambiar su exposición al riesgo de que el precio se moviera hacia unos niveles desfavorables para sus intereses, por lo que acudieron a los mercados de capital para buscar una solución, que fue encontrada en la forma de derivados financieros. De esta forma, los productores se protegían de eventuales caídas en el precio, mientras que los clientes evitaban que futuros incrementos en el precio afectaran negativamente a sus intereses.

Y en este contexto de incertidumbre, el papel del intermediario financiero resulta de gran importancia a la hora de aglutinar los diversos intereses y dar una respuesta satisfactoria a lo demandado.

Es por eso por lo que conviene señalar que el origen del CFD está en la necesidad de establecer una cobertura frente a eventuales eventos, o lo que es lo mismo, una cobertura de riesgo.

Sin embargo, la utilización de dicho instrumento derivado dentro del mercado bursátil comienza en la década de los 90, cuando los *hedge funds* londinenses utilizan este instrumento financiero con el objetivo de tener acceso a la negociación de operaciones con un elevado grado de apalancamiento. Dos trabajadores de *UBS Warburg* (actualmente *UBS AG*), *Brian Keelan* y *John Wood*, son considerados<sup>1</sup> los principales promotores de la actual aplicabilidad de este instrumento dentro de la inversión, alejándose de la función inicial para la que fueron desarrollados.

La puesta a disposición del CFD por parte de comerciantes con vocación minorista o retail, como la *Gerrard & National Intercommodities*, ha posibilitado el desarrollo de plataformas de *trading online* en tiempo real<sup>2</sup>. A lo largo de la pasada década, el número

---

<sup>1</sup> Elder, A. (1993). *The New Trading for a Living*, 186-187. ISBN 978-0-471-59224-2.

<sup>2</sup> Sukumar, N. (2009). LSE Drops Plan to Offer CFD: Stock Trading on Same Platform, Bloomberg.com

de empresas del sector aumentó de forma importante, debido a que se empieza a vislumbrar el verdadero potencial de la comercialización de dicho producto. A su vez, el incremento del número de oferentes va acompañado de un aumento en el número de activos propensos a ser empleados como subyacentes, siendo el CFD sobre índices el instrumento de mejor acogida entre los clientes.

El uso del CFD como mecanismo especulativo ha ido ganando terreno al inicial uso de cobertura. Esto se debe, principalmente, a la no exigencia del desembolso de la totalidad del valor nominal contratado, sino que permite un elevado apalancamiento sobre el capital, lo que en algunos casos se antoja contrario a una correcta gestión del riesgo.

Es en torno al año 2000, cuando el *trader* particular comienza a operar con CFD sobre acciones, en detrimento de las mismas, ya que estas últimas suelen soportar unos costes de intermediación superiores y no permiten la llevanza de estrategias apalancadas y/o inversas. Sin embargo, la introducción del CFD en España, tal y como está configurado hoy en día, tiene lugar en el año 2007, llegando a ser, diez años más tarde, un instrumento de gran acogida entre el público español, batiéndose año a año los volúmenes de negociación precedentes.

# NATURALEZA Y FUNCIONAMIENTO DEL CFD

El *Contract For Differences* (CFD) es un derivado financiero de naturaleza contractual, consistente en el intercambio de la diferencia entre el precio de compra y el de venta del activo subyacente entre las dos partes del contrato. Pese a ser un *Forward Contract*, el CFD tiene unas determinadas características diferenciadoras.

Por una parte, el CFD no tiene fecha de vencimiento, a diferencia de la mayor parte de los *Forward Contract* que se negocian en la actualidad. Eso significa que el inversor no necesita tener en cuenta el vencimiento a la hora de estimar su valor, ni es necesario llevar a cabo una operación de *roll-over* como tal. Sin embargo, la utilización de CFD con contratos futuros como subyacente, sí que requiere de una operación automática de compensación de precio, que se solventa sumando o restando una determinada cantidad de la cuenta inversora

Dentro de los *Forward Contract*, el CFD pertenece a la categoría de los *Cash-settled Forward Contract*, en los que una parte contratante desembolsa una determinada cantidad de dinero a la otra parte en cada fecha de liquidación, que el caso del CFD es diaria, sin que exista una entrega efectiva del activo subyacente sobre el que se negocia la operación. Este aspecto es de gran importancia a la hora de operar con materias primas, ya que se puede lograr una exposición al precio sin la necesidad de almacenar e intercambiar barriles de petróleo o toneladas de cereales, lo que minimiza los costes de transacción de cada operación. Esto hace que el CFD sea el instrumento idóneo tanto a la hora de cubrir una posición existente como a la hora de desarrollar una estrategia meramente especulativa.

El CFD replica la cotización de un activo subyacente, que puede ser un índice bursátil, acciones de empresas cotizadas, materias primas, tipos de interés e incluso bonos soberanos o corporativos. En este sentido, es conveniente remarcar que el CFD es un derivado que se ejecuta *Over The Counter* (OTC), donde las negociaciones son bilaterales al no cotizar en un mercado secundario oficial, por lo que se negocian en las correspondientes plataformas de las sociedades emisoras. Como consecuencia, no hay una cámara de compensación que intermedie la operación y que elimine los riesgos de contrapartida. La principal particularidad de los CFD respecto a los activos subyacentes se encuentra en que el inversor no necesita tener la propiedad del activo para poder lograr una exposición a las variaciones de su cotización. De esta forma, el usuario de

estos derivados puede, tras realizar un análisis, elegir entre la toma de posiciones alcistas o bajistas, dependiendo de las variables utilizadas en el mismo. Todo ello en un intervalo de tiempo mínimo, adaptado a la velocidad con la que cambian las variables utilizadas en los mercados financieros. Un claro ejemplo de la vorágine financiera es el *High-frequency trading* (HFT), capaz de explotar las ínfimas ineficiencias existentes, a través de complejas aplicaciones informáticas.

Dentro de la relación contractual, el emisor del instrumento es un intermediario financiero que realiza una operación simultánea al comprar o vender el activo subyacente en el mercado, al mismo tiempo que emite el correspondiente CFD a favor de la otra parte. En realidad, esto sería lo ideal, pero ciertos intermediarios deciden crear sus propios mercados internos, ofreciendo en todo momento un precio de compra (*Bid*) y un precio de venta (*Ask*). Al actuar de esta forma, es el propio intermediario el que asume el papel de contraparte, aceptando unos riesgos que pueden acabar perjudicando al inversor. Algunos intermediarios, dado el volumen que poseen, son capaces de cruzar órdenes entre sus clientes, pero eso es algo complejo en momentos de elevada volatilidad y volumen de contratación unidireccional.

Una de las principales ventajas de la operativa con CFD, así como el principal de los peligros, es el apalancamiento. El intermediario financiero emisor del contrato no exige un desembolso íntegro del precio del activo subyacente, como suele ser el caso de las acciones ordinarias, sino que esta exigencia se limita a una mero margen o garantía establecida por el propio emisor, que suele variar en función del activo subyacente objeto del CFD, al ser el propio intermediario el que financia la operación atendiendo a la liquidez del activo.

Esta cantidad exigida se denomina margen inicial, y se calcula multiplicando el valor de la posición (valor real del activo subyacente) por el porcentaje en concepto de margen.

En este tipo de instrumentos financieros, la liquidación se realiza de forma diaria, abonando las ganancias o cargando las pérdidas al margen libre existente, que es el importe del capital de la cuenta, una vez se haya descontado el margen inicial y añadido las correspondientes ganancias o pérdidas de las posiciones abiertas. Si al finalizar la sesión no se hubiese cerrado la operación, el emisor del contrato aplica a la otra parte contractual una tasa de interés diaria, también conocida como tasa *overnight*, porcentaje que se aplica diariamente hasta que el inversor desee cerrar la operación. De esta forma,



la operativa intradía no es gravada con costes de financiación de la operación, siendo las comisiones de compraventa los únicos costes que debe soportar el inversor particular.

La razón por la cual se realiza una liquidación diaria es la financiación que lleva a cabo el *broker* respecto a las posiciones abiertas por el inversor.

El apalancamiento multiplica tanto las ganancias como las pérdidas, por lo que ante movimientos drásticos por parte del mercado, la contraparte debe vigilar las posiciones ante el riesgo de quiebra por parte del *broker*. Ese fue el caso de ciertos intermediarios<sup>3</sup> que sufrieron un importante varapalo económico, derivado del cese de intervención del franco suizo por parte del Banco Nacional de Suiza, que desde finales del año 2011 había mantenido el valor del par de divisas EUR/ CHF en torno a 1.2, lo que ocasionó una repentina apreciación, en línea con las sucesivas apreciaciones de la divisa suiza que han tenido lugar desde el año 2007.

La tasa de interés, por lo general, se corresponde con (Euribor + diferencial establecido por el emisor) / 365 o 360 diario, dependiendo del intermediario, siendo considerados estos intereses como gastos no deducibles a efectos fiscales.

A la hora de gestionar una cartera con CFD, conviene conocer el funcionamiento del *Euro Interbank Offered Rate*, la tasa de interés interbancario al que se prestan dinero las entidades bancarias, ya que de esto dependerá la cuantía de los intereses pagados al *broker* en el caso de que financie nuestras posiciones abiertas, salvo en el caso de *day-trading*, donde no se paga interés. Este tipo de interés no es absoluto, sino que surge de la media aritmética de las tasas de interés existentes, desechando tanto el 15% de los valores superiores como el 15% de los valores inferiores.

En la actualidad, un Euribor inferior a cero facilita el mantenimiento de posiciones a semanas o meses vista, circunstancia que va a favorecer la operativa que se va a desarrollar en el presente trabajo.

La lógica nos llevaría a concluir que si el inversor mantiene su cartera de acciones en un *broker* que no cobre comisiones de mantenimiento, y opta por replicar su cartera mediante CFD opuestos a la misma, en teoría, al mantener la posición vendedora, el *broker* debería abonar el correspondiente interés diario, por lo que se obtendría una

---

<sup>3</sup> ABC Economía (2015). 16/01/15. <http://www.abc.es/economia/20150116/abci-alpari-quebra-suiza-201501161154.html>

cierta rentabilidad sin ningún riesgo ni gasto, más allá de las correspondientes comisiones de la compraventa.

En realidad, los *brokers* son poco proclives a remunerar las posiciones bajistas, mientras que ante posiciones alcistas, sí que aplican las correspondientes tasas de interés.

En el supuesto de que la operación se volviese en contra del inversor, el margen libre se iría consumiendo hasta un punto en el que el inversor debería decidir si le conviene reducir la posición o incrementar el capital de la cuenta para mantener los porcentajes de margen inicial, antes de que sea el propio *broker* el que cierre la posición (*margin call*), en una operación conocida como *stop-out*, al haberse absorbido la totalidad de las garantías disponibles.

Es común que el *broker* exija una cantidad mínima de capital que debe encontrarse en la cuenta en todo momento, denominada margen de mantenimiento, que al igual que en el caso del margen inicial, se expresa en términos porcentuales, siendo, por regla general, muy similares.

La gestión del riesgo es fundamental en el ámbito financiero, pero tiene aún mayor importancia si se opera con un alto grado de apalancamiento, ya que la intensidad de los movimientos de la cotización se multiplica conforme al ratio de apalancamiento soportado. Si bien, las plusvalías pueden ser muy elevadas, las minusvalías también pueden serlo, llegando al extremo de tener que hacer frente a un importe superior al ingresado en la cuenta como consecuencia de *gaps* que sobrepasen las limitaciones de riesgo.

Como se ha mencionado con anterioridad, el CFD puede ser utilizado como instrumento de cobertura, ya que al permitir al inversor un alto grado de apalancamiento, el inversor puede cubrir total o parcialmente su posición a través de la entrada en un CFD en sentido opuesto. Todo ello con un capital inferior al invertido en el activo financiero que pretendemos cubrir, compensando las eventuales pérdidas de valor del activo.

La gran liquidez del CFD permite cerrar rápidamente la posición si el mercado responde a los intereses iniciales, dotando al inversor de una gran flexibilidad impensable en otros instrumentos financieros.

La posibilidad de cubrir una cartera de acciones con un CFD del índice bursátil de referencia en dicho mercado, evita que el inversor tenga que abrir las correspondientes posiciones opuestas para cada acción, si lo que busca es cubrir total o parcialmente el

riesgo de un eventual desplome de la cotización. Esta operativa también es empleada por aquellos inversores que desarrollan una estrategia de inversión conocida como *market neutral strategy*, consistente en la inversión en aquellos valores de los que se espera un mejor comportamiento y, a su vez, utilización de un CFD que replique inversamente el comportamiento de un determinado índice. De esta forma, el inversor busca obtener los rendimientos derivados de la diferencia relativa entre los valores seleccionados y el índice de referencia, eliminando la exposición al riesgo de mercado. De esta forma, es indiferente la dirección del mercado, siempre y cuando los activos seleccionados rindan mejor que el índice o activo que se vende.

## ACTIVOS SUBYACENTES

El CFD es un producto muy flexible, y la cantidad de activos subyacentes sobre los que se puede negociar, no hace más que incrementar. *A priori*, puede resultar algo muy inquietante para el inversor primerizo, pero a medida que adquiere más experiencia, podrá darse cuenta de su utilidad a la hora de gestionar sus intereses.

El elevado elenco de activos sobre los que se puede operar a través de un CFD es lo que hace de este instrumento, un vehículo idóneo a la hora de cubrir la práctica totalidad de las categorías de activos que resultan del desarrollo de una *Asset Allocation* adecuada para cada perfil de inversor. Como se abordará más adelante, la gestión de carteras está en continua evolución y cada vez hay más gestores que incluyen inversiones alternativas entre los portfolios bajo su gestión.

Como hemos hecho referencia con anterioridad, el CFD replica el comportamiento de un determinado activo subyacente, sin que haya otro tipo de variables que afecten al precio de cotización. De hecho, el amplio abanico de activos subyacentes que pueden negociarse a través de un único productos financiero, el CFD, es una de las principales ventajas del mismo, ya que permite realizar una gran diversificación sectorial, geográfica y cambiaria, desconocida hasta la fecha para el público *retail*.

Pese a que el vehículo sobre el que se opera es el mismo, el CFD, cada activo tiene ciertas particularidades que el inversor debe tener en cuenta a la hora de plantear su operativa.

---

## CFD SOBRE ÍNDICES Y ACCIONES

El precio de cotización del CFD siempre está vinculado al de su activo subyacente, que cotiza en un mercado organizado, pudiendo haber algunas pequeñas distorsiones en circunstancias de elevada volatilidad, momento en el que el intermediario puede ampliar el *spread* (diferencia entre precio de compra y precio de venta).

Si el activo subyacente sobre el que se negocia es una acción de una empresa cotizada, cada CFD equivaldrá a una acción, pudiendo manejar, mediante apalancamiento, un volumen muy superior al que podría gestionar si se limitase a adquirir acciones ordinarias en el mercado. La garantía exigida por el emisor en el caso de CFD sobre acciones suele rondar entre el 5-10% del nominal., es decir, el *trader* puede operar el capital inicial multiplicado por 20 o 10 respectivamente, con el consiguiente incremento del riesgo soportado. Estos multiplicadores, que *a priori* pueden parecer disparatados, son superados por el apalancamiento que algunos intermediarios permiten a la hora de operar sobre contratos futuros de índices o sobre divisas. Pese a parecer algo irracional, los bajos márgenes facilitan las estrategias de cobertura, al exigir un desembolso inicial ínfimo. Sin embargo, el uso de apalancamiento financiero con vocación especulativa puede resultar fatal para el inversor inexperto, que puede ver cómo, en escasos segundos, debe una cantidad de dinero al intermediario financiador de la operación

El establecimiento de las garantías compete exclusivamente a los intermediarios financieros, que valoran ciertos factores como la capitalización, la liquidez o la volatilidad del activo a la hora de determinar dicho porcentaje, que puede ser modificado según las circunstancias concurrentes.

En el supuesto de que la operativa se lleve a cabo en base a CFD sobre futuros de índices, el concepto del multiplicador es fundamental, ya que dependiendo del multiplicador, el volumen manejado será mayor o menor. Un multiplicador 10 significa que por cada punto que varíe la cotización, el impacto será de diez unidades monetarias. Los CFD sobre índices, al igual que los CFD sobre bonos y *commodities* van referenciados al futuro, es decir, el precio de cotización que se debe vigilar es el del contrato de futuro, no el precio de cotización actual.

Como consecuencia de los elevados multiplicadores sobre los que trabajan los contratos futuros tradicionales, han surgido contratos que, replicando el mismo activo, cuentan

con un multiplicador menor. Esto favorece al pequeño inversor, pese a que el nominal subyacente sigue siendo muy elevado para algunas carteras. La utilización de un CFD, como se tratará más adelante, puede solventar este problema.

Uno de los contratos más utilizados entre el público *retail* es el Mini S&P 500, cuyo multiplicador es de 50 USD, lo que supone una reducción considerable respecto a su contrato matriz del S&P 500, cuyo multiplicador es de 250 USD. En términos prácticos, la adquisición de un contrato futuro sobre el S&P 500, implica la negociación de un capital superior a los 550.000 USD, y la variación de un único punto de la cotización, supone un impacto en la cuenta de 250 USD.

En España, al igual que en Estados Unidos, la mayoría de los inversores particulares prefieren utilizar el Mini Ibex 35, debido a que su multiplicador es sólo de 10 unidades monetarias, lo que implica la negociación de casi 95.000 EUR por contrato.

Dentro de este subgrupo de activos subyacentes, conviene mencionar la posibilidad de operar CFD sobre *American Depositary Receipt* (ADR), que son certificados emitidos por grandes bancos norteamericanos, que poseen cierta cantidad de acciones de una determinada compañía extranjera. Es decir, son los bancos emisores los poseedores del activo subyacente, las acciones extranjeras. La diferencia es que los ADR se negocian en dólares, en vez de en la divisa nacional de la compañía negociada, lo que supone una gran ventaja para aquellos inversores que mantengan una estrategia conservadora respecto a la exposición cambiaria.

Del mismo modo que adquiriendo un CFD sobre dichos valores bursátiles, el inversor puede adquirir contratos que repliquen el comportamiento del ADR seleccionado, pudiendo hacer uso de la bidireccionalidad operativa y del apalancamiento financiero permitido por el *broker*. Como nota negativa, los márgenes exigidos por los intermediarios suelen ser superiores a los exigidos en los CFD sobre acciones ordinarias, que suelen superar el 20% del nominal en muchas ocasiones.

---

## **CFD SOBRE EXCHANGE TRADED FUNDS**

Otro de los activos subyacentes más interesantes son los *Exchange Traded Funds* (ETF), es decir, fondos cotizados que replican el movimiento de índices, cestas de acciones o *commodities*, entre otros activos financieros.

Un CFD sobre un ETF es un derivado financiero que replica el comportamiento de un fondo que, a su vez, replica la actuación del activo subyacente, que en el caso de los ETF puede ser variado.

La popularidad de los ETF, respalda por unas comisiones inferiores a las de los fondos de inversión tradicionales, está en crecimiento, por lo que el número y variedad de ETF no hace sino crecer a un ritmo muy interesante. Es, sin lugar a dudas, otro vehículo de inversión que debería ser analizado como canalizador de la inversión minorista a la hora de diseñar una cartera de inversión convenientemente estructurada. Entre el elenco de ETF que actualmente podemos encontrar en el mercado, destacan los fondos replicantes de índices bursátiles de todo el mundo (Lyxor ETF MSCI INDIA), de índices sectoriales (Lyxor ETF STOXX Utilities), de renta fija (iShares Spain GOV BND) o de materias primas, entre los que podemos diferenciar entre aquellos que aglutinan un amplio elenco de *commodities* (LyxorCommodities Thomson RE) que generalmente mantienen las ponderaciones de un índice de referencia, y entre los que se especializan en una determinada materia prima, como puede ser el oro (iShares Gold Producers).

A día de hoy, pocos intermediarios financieros ofertan CFD sobre ETF, pero todo apunta a que en el medio plazo va a haber un incremento de la demanda por parte de inversores que buscan nuevos instrumentos de inversión

---

## **CFD SOBRE MATERIAS PRIMAS**

La inversión en materias primas, más allá de la compra de metales preciosos o la adquisición de acciones de compañías dedicadas a la explotación, distribución o comercio de materias primas, ha permanecido ajena al pequeño inversor que, por desconocimiento o por inexistencia de vehículos de inversión adecuados, no ha mostrado excesivo interés en la inversión en *commodities*.

Las materias primas son un excelente activo con escasa correlación con el mercado de renta variable y unas características diferenciadoras que deben ser tenidas en cuenta antes de incluir esta categoría de activos en un portfolio de inversión.

La valoración de una determinada *commodity* difiere de los diferentes métodos de valoración de *equity*, que generalmente incluyen factores relacionados con los flujos de efectivo esperados, la solidez financiera de la compañía o los márgenes de las empresas

pertenecientes al mismo sector. Las materias primas, por su propia naturaleza, no producen flujos de efectivo ni soportan un *default risk*, por lo que los métodos tradicionales son inútiles.

Por otra parte, las materias primas son un valor refugio en épocas de alta inflación. Pese a que el oro es el “activo refugio” por excelencia, cabe señalar que una apropiada cesta de materias primas podría mejorar la finalidad de conservación de valor, eliminando las distorsiones producidas por la evolución de la cotización del oro.

Como se ha mencionado en el apartado de CFD sobre ETF, hay mecanismos a la hora de lograr una exposición a una determinada materia prima a través de fondos cotizados. Sin embargo, este no es el único medio de acceso para el pequeño inversor, que puede hacer uso de CFD de contratos futuros sobre *commodities*, al no poder asumir la operativa directa a través de contratos futuros. La principal razón, como en el caso de los contratos futuros sobre índices, es la limitación de capital que poseen los inversores particulares.

La operativa a través de CFD sobre una determinada materia prima posee dos grandes ventajas que no se encuentran en los ETF sobre *commodities*. En primer lugar, los ETF no suelen permitir apalancamiento, salvo algunas excepciones en los que la replicabilidad queda en evidencia. Además, los CFD permiten lograr una exposición bajista ante perspectivas pesimistas respecto a un determinado activo, cosa que muy pocos ETF permiten y, si lo hacen, con muchas complicaciones.

La utilización de CFD sobre una determinada materia prima permite cierto apalancamiento financiero, por lo que es una posibilidad muy interesante a la hora de aprovechar fuertes cambios en la valoración; diversificar el riesgo gracias a las correlaciones bajas o, incluso, negativas o establecer coberturas sectoriales que no obliguen a vender el activo que pueda experimentar cierta corrección.

Pese a que las materias primas suelen ser vistas como un instrumento de cobertura y de protección en épocas de alta volatilidad e inestabilidad, no se debe considerar todo el elenco como un único activo, sino que hay que profundizar en las diferencias existentes entre las distintas *commodities*. Atendiendo a los registros históricos, se puede deducir que las materias primas no están altamente correlacionadas entre sí, sino que muestran un comportamiento complejo. Un claro ejemplo es la comparativa entre el oro y el petróleo, que poseen una correlación negativa. Las bajadas bruscas en el precio del

petróleo suelen ir acompañadas de un aumento del estrés bursátil, que ocasiona un trasvase de capital hacia activos como los metales preciosos, aparentemente más seguros y estables.

En el Anexo I, se muestra un gráfico comparativo de tres materias primas que muestran un comportamiento muy poco correlacionado: oro, petróleo y cacao.

Una de las *commodities* que tienen mayor volumen de negociación en cuanto a los contratos es el petróleo (NYMEX.CL). La alta volatilidad de esta materia prima es uno de los alicientes para los especuladores, que hacen uso de información macroeconómica y geopolítica a la hora de establecer sus previsiones. Generalmente, cada contrato negociado con el intermediario financiero tiene como subyacente cien barriles de petróleo, pudiendo ser *West Texas Intermediate* (WTI) o *Brent*, teniendo ambos el barril como medida de referencia.

Pese a que el barril de petróleo *Brent* tradicionalmente se ha negociado en el *International Petroleum Exchange* (IPE) londinense, cotizando en dólares estadounidenses, desde hace unos años se negocia en el *Intercontinental Exchange* (ICE). Pese a ello, las diferencias en el precio no suelen ser significativas y presentan una elevada correlación.

En cambio el gasóleo de calefacción (*Heating Oil*) o la gasolina, productos derivados del petróleo, se miden en galones, por lo que los CFD que tengan estos activos como subyacentes irán referenciados a dicha magnitud. Estas dos últimas *commodities* se negocian en el *Chicago Mercantile Exchange* (CME).

Sin embargo, la comercialización de contratos sobre otras fuentes de energía, como es el caso del Gas Natural (NYMEX.NG), se va haciendo un hueco cada vez mayor entre los inversores. Cada contrato negociado va, a su vez, referenciado a 10.000 millones de *British Thermal Units* (mmBtu). Tanto el petróleo *WTI* como el Gas Natural se negocian a través de la *New York Mercantile Exchange* (NYMEX), bolsa de materias primas, con sede en Nueva York, que pertenece al *CME Group*.

En la actualidad, muchos intermediarios financieros ofrecen CFD sobre estos activos, pero conviene conocerlos a fondo ya que guardan ciertas particularidades relativas al tamaño del contrato, la divisa en la que se negocian o el efecto del *contango*.

Los metales preciosos, como el oro y la plata, son dos activos tradicionales de inversión más allá de sus usos industriales u ornamentales. La amenaza de periodos de



turbulencias y de recesión económica incrementa la demanda de estos metales preciosos, con vistas a que los inversores puedan protegerse de las altas volatilidades de los mercados financieros, salvaguardando su riqueza. Por otra parte, el oro y la plata pueden utilizarse como mecanismo de protección en épocas de alta inflación.

Tradicionalmente, los metales preciosos han sido considerados como activos de cobertura frente a ciclos temporales que afecten muy negativamente a los mercados bursátiles, debido a su escasa correlación con los principales índices bursátiles.

Ciertos estudios empíricos apoyan la tesis de que en tiempos de inestabilidad e inquietud en los mercados financieros, los inversores muestran una mayor aversión al riesgo, por lo que se potencia la búsqueda de activos alternativos de perfil más conservador, como medida de contención del riesgo.

Si un inversor se decide a establecer una posición en uno de los metales mencionados, más allá de la mera compraventa física, dispone de diversos instrumentos para llevar a cabo sus intenciones. En primer lugar, podría optar por la adquisición de acciones de compañías mineras, dedicadas a la extracción de metales preciosos, como: *Alamos Gold* (AGI) o *Barrick Gold Corp.* (ABX). En segundo lugar, puede depositar sus recursos en un fondo de inversión que distribuya su capital entre varias empresas mineras, como: *Amundi Fds Eq Global Gold* o *Invesco Gold & Precious Mtls.* Pese a que esta última opción es menos arriesgada que la primera, se debe ser consciente de que la evolución de la cotización de estos valores bursátiles no depende exclusivamente de la variación del precio de los metales, sino que hay múltiples factores que afectan a su comportamiento bursátil, como puede ser el endeudamiento de la compañía, la gestión por parte de los órganos directivos o los ratios de eficiencia. En tercer lugar, y con vistas a eliminar estas distorsiones, surge la opción de la utilización de un *Exchange Traded Fund* (ETF), para así, eliminar el riesgo específico asociado a los valores bursátiles independientes, como puede ser el caso del *iShares Gold Producers.*

Estos vehículos de inversión, salvo en el caso de ETF inversos, no permiten aprovechar las correcciones de valor a través de la apertura de posiciones bajistas. Es por ello por lo que un CFD referenciado a un contrato de futuro es la mejor opción a la hora de obtener una posición que replique el comportamiento real del activo subyacente.

La negociación de CFD sobre el oro o la plata se lleva a cabo mediante contratos cuyo activo subyacente es un determinado número de onzas (31,1 gramos de dicho metal por

onza). Ciertos operadores hacen uso del ratio oro/plata a la hora de aprovechar divergencias y apostar por futuras convergencias, o viceversa.

En el Anexo II, se muestra un gráfico comparativo de la evolución del precio del oro y de la plata.

Pese a que las materias primas energéticas y los metales preciosos son las *commodities* con mayor repercusión, el elenco de posibilidades sobre las que se puede trabajar no se queda ahí, sino que es mucho más amplio.

Cada vez más agencias de intermediación amplían su oferta de sus instrumentos de negociación hasta límites insospechados, ofreciendo contratos que cubren variaciones en la inflación o contratos sobre emisiones de dióxido de carbono. Este último contrato basa su utilidad en la negociación de derechos de emisión de este compuesto químico por parte de empresas. Dependiendo de sus necesidades, las compañías contaminantes deben comprar o vender este tipo de derechos, por lo que pueden ser utilizados con fines especulativos o de mera cobertura. En cuanto a su negociación a través de CFD, los contratos suelen tener como activo subyacente la emisión de 25 toneladas de dióxido de carbono.

Las materias primas orientadas a un consumo directo o como input industrial también pueden ser introducidas en un portfolio de inversiones. La mayor parte de dichas *commodities* cotizan en el anteriormente mencionado *Chicago Mercantile Exchange* (CME), por lo que la divisa de negociación es el dólar estadounidense.

Sin ánimo de extender el análisis sobre materias primas, cabe señalar que un inversor particular puede, mediante la utilización de CFD, lograr exposición a materias primas como los cereales, el café, el cacao o el algodón. Los contratos sobre un cereal como es el maíz, *Corn Futures Contracts Specs*, van referenciados a 5.000 bushels de maíz.

Por ello, si un inversor establece una posición alcista mediante la adquisición de un CFD sobre maíz, estará tomando una posición sobre 5.000 bushels de dicho cereal, al igual que los *Soybean Futures Contract Specs* (Soja) o los *Chicago SRW Wheat Futures Contract Specs* (Trigo).

Al margen de las diferentes materias primas consideradas de forma individual, podemos emplear índices sobre *commodities* a la hora de valorar su evolución, en comparación con otros activos o índices. El índice más importante es el *Bloomberg Commodity*

*Index*, cuyos gráficos pueden ayudarnos a comprender la evolución que ha experimentado una cesta de materias primas a lo largo del tiempo.

La composición de dicho índice sigue lo establecido en la *Bloomberg Commodity Index Methodology*, que señala que el peso de cada activo varía con el tiempo, manteniendo ciertos sectores que ponderan en mayor cuantía que los demás, como: Energía, Cereales o Metales. Las materias primas que poseen un mayor peso en la cesta son: Gas Natural, Petróleo (en sus dos variantes), Maíz, Soja, Oro y Cobre. Todas ellas con un peso relativo superior al del 5% del índice en cuestión.

Estableciendo una comparación entre el *Bloomberg Commodity Index* y el *Standard & Poor's 500*, considerado el índice bursátil más importante del mundo, se puede observar, conservando el rango de cinco años, una progresiva divergencia muy a tener en cuenta a la hora de la construcción de una cartera de inversión bien diversificada, con un riesgo controlado. En el Anexo III se puede comprobar que, efectivamente, la divergencia es absoluta

---

## **CFD SOBRE FOREX**

El mercado de divisas internacionales, comúnmente conocido como *Foreign Exchange* (FOREX), es un mercado independiente y descentralizado de negociación de divisas, sobre el que se puede establecer una posición mediante CFD. De esta forma, los contratos van referenciados a un activo subyacente que es un par de divisas, como puede ser el EUR/ USD, el EUR/ GBP o el GBP/ JPY, algunos de los pares de divisas más utilizados y considerados unos de los instrumentos más líquidos de los mercados financieros.

Los CFD sobre divisas suelen tener los márgenes más pequeños del mercado, lo que posibilita un mayor apalancamiento financiero.

Pese a que esto es una gran ventaja si se emplea con fines de cobertura de divisa, el empleo especulativo de posiciones muy apalancadas no es nada recomendable.

---

## CFD SOBRE TIPOS DE INTERÉS

Otro de los activos subyacentes que, *a priori*, resultan extraños, son los tipos de interés. Si el inversor particular está interesado en posicionarse ante una posible variación de los tipos de interés, puede optar por los CFD. El futuro del Euribor, que cotiza en el LIFFE, es el activo subyacente sobre el que se construye el CFD, mediante la fórmula (100-Euribor a 3 meses). El multiplicador establecido es de 100, por lo que el nominal del contrato en estos momentos rondará los 10.000 euros. Una variación de un céntimo supone un impacto en la cartera de un euro. Si la expectativa del inversor es un descenso del tipo de interés interbancario de la zona euro, debería tomar una posición alcista mediante CFD. *A priori* puede parecer incoherente la toma de una posición bajista en el Euribor comprando contratos, pero ello se debe a la estructura de la fórmula que da lugar al CFD.

Al ser el futuro del Euribor a 3 meses el activo subyacente, eso implica el vencimiento del futuro, y al igual que en el caso de los futuros sobre índices bursátiles se produce un *roll-over*, consistente en el traspaso automático de la posición al próximo vencimiento, si lo que se busca es seguir expuesto a las variaciones en el tipo de interés interbancario.

En el caso de que se quiera dar por finalizada la operación, se puede liquidar en efectivo al vencimiento contractual. En el caso de los CFD, dadas sus características de liquidación diaria, el inversor puede cerrar la operación en cualquier momento.

Es algo común que los particulares teman un incremento del tipo de interés interbancario que afecte a sus obligaciones a largo plazo, como pueden ser las deudas hipotecarias, que en ocasiones suelen depender de la evolución del mismo y suponen una variación importante en la cuantía a satisfacer. Llevar a cabo una cobertura ante un posible incremento en los tipos puede ser un opción interesante con múltiples alternativas a la hora de ser llevada a cabo, como puede ser la utilización de un *Forward Rate Agreement* (FRA). Otra opción es cubrir una posible subida del Euribor mediante la venta de CFDs.

Suponiendo que la deuda asciende a un total de 500.000 euros, si lo que se quiere es llevar a cabo una cobertura total del pasivo, el inversor debería dividir el nominal de la deuda entre el nominal del CFD (inferior a 10.000 euros, salvo que el tipo de interés sea negativo) cuyo resultado será próximo a cincuenta contratos, pudiendo ajustar la

operativa gracias al fraccionamiento para evitar un exceso de cobertura. De esta forma, el incremento de la cuota derivado del aumento de los tipos de interés se verá contrarrestado por los beneficios obtenidos de la posición abierta mediante los CFD.

---

## **CFD SOBRE RENTA FIJA**

Aunque tradicionalmente se ha pensado que los instrumentos de renta fija se caracterizaban por su baja rentabilidad y escasa volatilidad, lo cierto es que la especulación a través de bonos gubernamentales y corporativos presenta un crecimiento interesante. La obtención de rentabilidad mediante los cupones conocidos *ex-ante* ha dado paso a la especulación a través del precio, en lo que podemos llamar *bonds trading*.

La propia naturaleza de los instrumentos de renta fija establece unos límites mínimos de desembolso de capital que, generalmente, ascienden a los 1.000 euros. A la hora de adquirir estos bonos, el inversor debe desembolsar íntegramente el capital nominal, mientras que si opera mediante CFD sobre bonos soberanos, las garantías exigidas serán muy inferiores, en torno al 0,5-3% del total, lo que permite un apalancamiento muy elevado. Pese a que hay contratos futuros sobre bonos gubernamentales, lo cierto es que el tamaño mínimo a soportar, es mucho menor mediante CFD, lo que encaja mejor en la gestión de carteras particulares de media y pequeña capitalización.

Los resultados derivados de la especulación mediante instrumentos de renta fija dependen principalmente de cuatro variables: el tipo de interés real, la prima de riesgo del tipo de interés real, la inflación esperada y la prima de riesgo por inflación. Si bien es cierto que estas variables afectan directamente al precio del bono estudiado, los cambios en el contexto político, económico o legislativo son parámetros muy a tener en cuenta en la compraventa de estos activos financieros, ya que se encuentran íntimamente ligados a la evolución de las variables anteriormente mencionadas.

Una de las ideas que tienen más calado entre los participantes en los mercados financieros, es la de que el comportamiento de los activos de renta fija suele anticipar el de los activos de renta variable, por lo que se podría tener en cuenta a la hora de diseñar la composición de la cartera.

---

## CFD SOBRE OPCIONES

Otro de los activos subyacentes con los que se puede operar a través de CFD son las opciones. La mera utilización de opciones en la gestión de la cartera de inversión posee, ya de por sí, un grado de complejidad alto que requiere de un elevado nivel de conocimientos financieros. La utilización de estrategias simples como *protective puts* o *covered calls* puede resultar interesante a la hora de proteger la cartera ante variaciones negativas de la cotización u obtener algunos ingresos alternativos a través del cobro de primas de opciones.

Sin ánimo de profundizar en la naturaleza de este instrumento, cabe señalar una idea para conocer el funcionamiento de los CFD sobre opciones: el inversor que compre un contrato sobre opciones no deberá desembolsar la prima requerida en las opciones, sino que deberá aportar una garantía, al igual que el vendedor de contratos. Otra de las diferencias existentes entre las opciones y los CFD sobre opciones, reside en que las *griegas* y la volatilidad no vienen dadas por el mercado, sino por el emisor de los contratos.

---

## CFD SOBRE BITCOIN

En los últimos años, las denominadas criptomonedas, como el Bitcoin, han experimentado un importante auge, debido al aumento de la desconfianza ante las instituciones tradicionales, unido al hecho de que ciertos establecimientos permiten el pago con ellas y no dejan rastro virtual, con lo que se garantiza la intimidad de las partes presentes en la transacción.

A la hora de especular con dichos activos, el inversor puede hacer uso de CFD que repliquen su comportamiento, dada la dificultad que entraña el encontrar usuarios que necesiten esa misma cantidad de divisa en un intervalo reducido de tiempo. La alternativa de *exchangers* existe, pero cobran comisiones por sus servicios. Además, mediante la compraventa de BTC, el *trader* no puede hacer uso de la bidireccionalidad característica del CFD en cuanto no puede abrir una posición bajista en dicha divisa.

Los intermediarios que trabajan con CFD sobre esta criptomoneda suelen ofrecer CFD como si se tratara de un par de divisas de FOREX, generalmente Bitcoin / Dólar

americano, por lo que la variación del dólar estadounidense respecto a la divisa doméstica es otro de los factores que debe tenerse en cuenta.

La alta volatilidad de las criptomonedas se puede traducir en incrementos exponenciales en los márgenes requeridos o en el *spread*, en momentos puntuales de gran inestabilidad, generando una diferencia entre el precio de compra y de venta muy acentuada.

Como conclusión, cabe destacar que cada contrato posee sus propias características específicas, derivadas de las particularidades del activo subyacente, pudiendo haber diferencias en función del país en el que el contrato es negociado. Si bien, la operativa es plenamente libre, las instituciones gubernamentales pueden establecer restricciones a las ventas en corto, para evitar derrumbes en los mercados financieros que, a su vez, puedan afectar a la economía. La disponibilidad de los activos subyacentes, en el caso de las *commodities*, la estacionalidad de su producción o consumo, o los límites de almacenamiento, también podrían suponer ciertos problemas a la libre operativa.

No todos los activos subyacentes gozan de la misma liquidez, y este hecho se traslada a los contratos sobre dichos activos. Algo muy a tener en cuenta, especialmente ante movimientos bruscos, posiblemente motivados por algún hecho relevante o ante acontecimientos naturales, políticos, económicos, sociales o tecnológicos de notable envergadura.

## **COBERTURAS**

Como ya se ha tratado con anterioridad, la función inicial para la que los CFD fueron creados fue la de cobertura frente a movimientos desfavorables para los intereses de un conjunto de agentes económicos. Hoy en día esta función ha sido relegada a un segundo plano por detrás de la especulativa, que a día de hoy es la predominante entre los *traders*. Sin embargo, el uso de CFD como mecanismo de cobertura es muy práctico y relativamente sencillo.

La idea que subyace en la estrategia de cobertura es la de limitación de pérdidas de las posiciones abiertas. Ante la previsión de un inminente movimiento contrario a sus intereses, el inversor puede optar por reducir o eliminar su exposición a un determinado activo, pero en ocasiones hay diversos motivos que pueden impedir la venta de estos

activos en unas circunstancias óptimas. Una estrategia a largo plazo en un producto, el establecimiento de un porcentaje máximo de liquidez o los costes de compraventa de activos pueden ser razones de peso para mantener la cartera y optar por otros instrumentos que permitan el establecimiento de una cobertura parcial, total o incluso superior a la exposición inicial con vistas a un mayor aprovechamiento económico de la volatilidad de los mercados financieros.

El uso de CFD dentro de la gestión de carteras puede ayudar al inversor a cubrir sus operaciones con una pequeña parte del capital total mediante la aplicación de estrategias apalancadas que compensen las posibles depreciaciones de los activos iniciales.

En cambio, otros activos susceptibles de ser empleados como cobertura no permiten el mismo apalancamiento que los CFD, al exigir unos márgenes muy superiores respecto a las posiciones a cubrir.

Uno de estos activos son los *Exchange Traded Funds* (ETF), que presentan importantes diferencias respecto a los CFD. Pese a que ya se han mencionado con anterioridad, conviene establecer una comparativa que permita conocer los rasgos propios de cada uno de los vehículos de inversión, a efectos de seleccionar el que mejor se adecúe a la operativa de cada inversor.

En primer lugar, se debe hacer referencia al contenido de la cartera de inversión que se desea cubrir. Tanto los CFD como los ETF son capaces de replicar la evolución de un índice bursátil o de una materia prima. En cambio, los ETF no son capaces de imitar el comportamiento de una única acción. No tendría sentido que un inversor adquiriera un ETF de un valor bursátil pudiendo adquirir directamente este activo. Sin embargo, sí que hay ETF sobre cestas de acciones, generalmente agrupadas por sectores de actividad.

Por lo tanto, si lo que se pretende es cubrir una cartera de acciones, la operativa se puede llevar a cabo mediante una posición contraria en el índice de referencia en el que coticen los valores, con CFD o ETF, o estableciendo posiciones individuales contrarias a cada uno de los valores que se desea cubrir. Esta última estrategia sólo se podrá realizar mediante el uso de CFD.

En segundo lugar, pese a que tanto los CFD como los ETF pueden cubrir posiciones cortas y largas, el abanico de ETF inversos es relativamente escaso, por lo que resulta más fácil encontrar la cobertura deseada si se hace uso de los CFD.



En tercer lugar, el apalancamiento ya mencionado de los CFD, en torno al 5% dependiendo de los activos subyacentes, es una ventaja si se dispone de un capital muy limitado a la hora de establecer la cobertura. Si se opta por la cobertura mediante ETF apalancados, el apalancamiento potencial será mucho menor al exigirse por parte del intermediario unas garantías de entre el 25% y el 50% del valor nominal. Por último, los costes asociados a la cobertura también difieren dependiendo del uso de uno u otro activo, siendo, por lo general, superiores en el caso de CFD, como consecuencia de los costes de financiación derivados del mantenimiento de la posición abierta durante más de un día.

Pese a que ya se ha mencionado anteriormente, cabe señalar que tanto los ETF apalancados como los inversos no siempre evolucionan según lo previsto. El efecto de la lateralidad merma las potenciales ganancias a medio y largo plazo, debido a los efectos del interés compuesto (Anexo IV).

## **COSTES**

Como se ha explicado anteriormente, en el caso de los CFD, el inversor particular no toma en propiedad los activos subyacentes y, por ello, está exento de los costes de custodia, los cánones asociados a la negociación bursátil tradicional y los costes de liquidación establecidos por Iberclear.

Los costes de la operativa con CFD son las comisiones de compraventa del contrato y la tasa de interés de la financiación de la posición, de liquidación diaria. Todos ellos son costes que dependen exclusivamente del intermediario financiero con el que se opere.

En cambio, los costes de la operativa mediante ETF son los mismos que los de los fondos de inversión tradicionales, estableciendo unas comisiones sensiblemente inferiores a las de los fondos tradicionales.

Las *management fees* que se cargan a los propietarios de un ETF suelen ser inferiores al uno por ciento del capital gestionado, siendo irrisorios en algunos de los casos. Por otra parte, no hay *performance fees*, que son las comisiones asociadas al rendimiento derivado de la gestión. Estos porcentajes son notablemente inferiores a los de los fondos de inversión tradicionales, que se sitúa entre uno y dos puntos porcentuales del capital aportado y unas *performance fees* que suelen rondar el diez por ciento.

Por lo general, las entidades emisoras informan correctamente de los costes en los que se incurre, así como su porcentaje y cuantía. Sin embargo, algunos intermediarios financieros, generalmente no regulados ni autorizados por los organismos más competentes, pueden añadir diversos conceptos o manipular la contabilización de los costes existentes mediante cláusulas muy complejas de calcular.

## **GESTIÓN MONETARIA**

La Gestión Monetaria o *Money Management* es el proceso de análisis de las operaciones atendiendo tanto a las ganancias potenciales como al riesgo máximo que se puede soportar, gestionando cada posición con vistas a maximizar el beneficio, controlando el riesgo soportado en todo momento.

El mundo de las finanzas, y en concreto la valoración de renta variable, tiende a dar una excesiva importancia a la rentabilidad, descuidando gravemente el riesgo inherente a la misma. Esa es una de las principales causas que explican gran parte de las crisis económicas de los últimos siglos.

Pero el riesgo no es un factor individual, aunque la mayor parte de los teóricos de la gestión de carteras de inversión, como *Markowitz* o *Sharpe*, reduzcan el elenco de riesgos a un riesgo total, que a su vez puede ser subdividido en riesgo sistemático y riesgo específico.

Un correcto análisis de la estructura de riesgos requiere un extenso conocimiento de la empresa, de su organización, de sus procesos productivos y de los métodos cuantitativos que emplean a la hora de planificar las inversiones. Esta información puede ser de gran utilidad para el analista que realiza el seguimiento de un determinado valor bursátil. De esta forma, puede ajustar el precio a las variaciones de exposición al riesgo que experimenta la compañía analizada así como considerar posibles cambios en el parámetro de retornos esperados o *expected returns*.

Sin embargo, gran parte de la información sensible es confidencial, por lo que muy pocos agentes económicos son conocedores de la totalidad y extensión de los riesgos de una compañía y, en caso de que lo supieran, correrían el riesgo de incurrir en un delito relativo al uso de información privilegiada con ánimo de lucro.

En este terreno de arenas movedizas conviene ser muy precavido y sistemático, ya que ciertos gestores pueden llegar a manipular los datos públicos para llevar a engaño y obtener un rendimiento económico como consecuencia de ello, en forma de mecanismos retributivos o reconocimiento profesional.

El día 15 de octubre de 2014, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) publicó un estudio<sup>4</sup> en el que se concluía que, en torno al 75% de los inversores particulares usuarios de los tres principales *broker* (con una cuota de mercado de cerca del 85%), perdían dinero con la utilización de CFD, debido, principalmente, a una incorrecta gestión monetaria de la cartera y del riesgo soportado. A esto hay que añadir que el CFD es un instrumento de elevada rotación, posiblemente como consecuencia de la escasa formación de sus usuarios, que acarrearán una pérdida media de tres mil trescientos euros.

La culpa de esta situación no es el propio producto en sí, sino el uso que se le da al mismo. Muchos de los nuevos usuarios suelen ser seducidos por campañas publicitarias que, en ocasiones, rayan el engaño y crean situaciones fantasiosas entre los potenciales clientes. Sin embargo, no todos los intermediarios financieros muestran una imagen tan poco realista de la operativa, sino que algunos de ellos, los más importantes, crean programas de formación financiera para sus usuarios.

Como se ha señalado con anterioridad, los CFD son derivados financieros con un riesgo muy alto derivado del elevado apalancamiento permitido. Por ello, no es suficiente con poseer un elevado nivel de conocimientos de los mercados financieros ni tener la capacidad de realizar un óptimo análisis de los activos, sino que la gestión del riesgo es fundamental si no se quiere perder todo el capital en un periodo de tiempo relativamente corto. La operativa mediante CFD requiere una constante vigilancia de las posiciones abiertas, máxime si el grado de apalancamiento es elevado, por lo que si lo que se busca es una gestión pasiva que no requiera mucha atención, los CFD no son un producto recomendable. Atendiendo a esta particularidad, el inversor particular puede calibrar las ventajas e inconvenientes de otra gama de activos financieros, como pueden ser las acciones, los fondos de inversión tradicionales o los fondos indexados.

---

<sup>4</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores (2014). La CNMV advierte de que el 75% de los inversores en CFD pierde dinero. Nota de prensa.

El impacto que produce una sucesión de jornadas con pérdidas puede ser catastrófico en carteras muy apalancadas si no se ha realizado una óptima gestión del riesgo operacional. Hay inversores que, erróneamente, creen que ante un *draw down* de un 50%, es decir, una pérdida de la mitad del capital, es compensada con un incremento del 50% de la cartera para volver al equilibrio inicial. Este error matemático, muy extendido entre los observadores de índices bursátiles, es muy peligroso para un gestor de carteras.

En el Anexo V se adjunta una tabla en la cual se recoge este desequilibrio estadístico.

En este sentido, la operativa apalancada reviste un especial peligro, ya que una sucesión de pérdidas significativas minora notablemente el margen libre, lo que unido a un posible imprudente aumento en la exposición para recuperar el capital perdido con la mayor prontitud posible, puede derivar en que el margen libre se agote y sea el intermediario el que cierre la posición (*margin call*) ante la ausencia de las garantías exigidas para su mantenimiento.

El inversor que hace uso de un excesivo apalancamiento con vistas a una rápida recuperación asume un riesgo muy elevado, difícilmente encuadrable en una correcta gestión de la cartera de inversión.

Uno de los cimientos de la gestión del riesgo es la limitación de pérdidas. Esto puede hacerse mediante el establecimiento de *stop loss* o arriesgando un porcentaje máximo de la cartera en cada operación. En este sentido, conviene tener en cuenta la correlación de los activos del portfolio, ya que en caso de que la correlación sea alta, el inversor tendría una mayor exposición a dicha operación. Si los datos estadísticos informan que entre el comportamiento del precio del crudo y el de una determinada compañía petrolera, la correlación es de 1, la compra simultánea de acciones de la compañía y de contratos sobre el petróleo, hará aumentar la exposición a la misma operación, alterando la distribución del riesgo en la cartera.

Por extraño que parezca, operar por medio de CFD permite llevar a cabo una gestión monetaria más eficaz que la que permite la operativa mediante otro tipo de instrumentos, como pueden ser los contratos futuros. El fraccionamiento que posibilita el uso de CFD es algo muy valioso para carteras con un capital no muy elevado.

Como se ha tratado con anterioridad, la entrada en un contrato sobre el Mini Ibex35, supondría una exposición en el mercado de aproximadamente noventa mil euros, ya que el multiplicador sobre el que se trabaja es de diez. Si por el contrario, el particular toma

una posición a través de un CFD, podría aprovecharse del fraccionamiento y operar a partir de una centésima parte de la cantidad anterior, debido a que los intermediarios posibilitan la compra de 0,01 CFD sobre dicho futuro, lo que es algo mucho más razonable, en términos de control de riesgo, si la cartera es de un tamaño modesto. Por increíble que parezca, la correcta utilización de instrumentos derivados, como el CFD, puede proporcionar un mayor control del riesgo soportado y permitir una gestión mucho más eficiente.

En cambio, la estandarización propia de los contratos futuros, exige la toma de posiciones sobre unidades enteras de contratos lo que, como se ha mencionado, tiene difícil encuadre en carteras con escaso capital.

Debido a sus características y al uso mayoritario de los mismos, el periodo de mantenimiento de los CFD suele ser muy reducido, y la mayor parte de las operaciones abiertas se cierran al poco tiempo sin que haga falta una liquidación física.

Entre los *traders* que operan en el mercado a través de CFD, podemos diferenciar dos tipos principales de especuladores.

Por un lado, hay *traders* que abren y cierran todas sus posiciones a lo largo de la jornada bursátil, evitando los *gap* de apertura y los costes de financiación impuestos por el intermediario. La operativa de estos especuladores puede ser muy variada, pero se encuentra altamente influenciada por su particular análisis técnico y la interpretación de los hechos relevantes acaecidos durante la jornada. Como es lógico, el volumen de operaciones es muy alto, lo que conlleva un considerable gastos en comisiones de compraventa. Por otra parte, la principal aspiración del operador es la consecución de pequeñas plusvalías recurrentes y férreo control del riesgo, estableciendo *stops* muy ajustados.

Por otra parte, hay inversores que utilizan los CFD para una actividad propiamente inversora, utilizando este derivado financiero a la hora de construir una cartera de inversión sostenible en el tiempo. El establecimiento de coberturas cambiarias o la cobertura de determinados activos en épocas de incertidumbre son otros usos recurrentes para los que se emplean CFD. De esta forma, queda patente que pese a que una buena parte de los usuarios los emplean con fines exclusivamente especulativos, hay otros usos perfectamente compatibles con la inversión tradicional y la gestión del riesgo.

# NEGOCIACIÓN Y REGULACIÓN

Salvo casos aislados, como Australia, donde hay CFD que cotizan en la *Australian Securities Exchange*<sup>5</sup>, los CFD se han negociado tradicionalmente *Over The Counter* (OTC) con el emisor del instrumento financiero, que goza de una posición dominante a la hora de determinar los términos contractuales. Es decir, no cotizan en mercados secundarios o extrabursátiles, por lo que las negociaciones de los contratos son de carácter contractual, y se llevan a cabo en las plataformas desarrolladas por los intermediarios financieros. De esta forma, no hay ningún organismo regulador o controlador del mercado que se sitúe entre las dos partes del mismo.

La labor del intermediario en la negociación es muy controvertida, ya que hay un claro conflicto de intereses para ciertos *broker*, que al mismo tiempo son emisor y contraparte del CFD.

Como consecuencia directa de este tipo de negociación al margen de los organismos reguladores, no existe cámara de compensación capaz de intermediar entre las partes contratantes, con el inherente riesgo de contrapartida existente en los activos negociados *Over The Counter*.

A la hora de valorar la conveniencia del intermediario financiero, es interesante analizar los dos tipos de intermediarios y la negociación que posibilitan de cara al acceso al mercado.

Por una parte, hay intermediarios denominados “creadores de mercado” o *market maker*. En estos casos, es el propio intermediario financiero el que determina el precio de negociación del CFD y anota las órdenes en su propio libro. Las operaciones en CFD no tienen un reflejo real en el mercado más allá del establecimiento de mecanismos de coberturas por parte del emisor, de acuerdo a su política respecto al riesgo, así como la posibilidad de cruzar órdenes entre sus propios clientes alcistas y bajistas, mediante la compensación de posiciones. Pocos emisores compran y venden en el mercado las órdenes, ya que como abordamos en este trabajo, los estudios estadísticos revelan que

---

<sup>5</sup> Brown, C., Dark, J. and K. Davis (2009). Exchange Traded Contracts for Difference: Design, Pricing and Effects. The Melbourne Centre for Financial Studies.

muy pocos particulares obtienen rentabilidades positivas debido a una incorrecta gestión del riesgo.

El principal problema de este método de negociación es la disparidad entre el precio de producto y el precio del activo subyacente en el mercado físico. Por lo general suele coincidir, pero el peligro de posibles desajustes es una realidad que debe valorarse.

Por otra parte, en el mercado existen *brokers* que posibilitan un acceso directo al mercado (DMA). En este caso, el emisor del CFD garantiza la negociación real del activo subyacente, con el objetivo de asegurar la absoluta replicabilidad de dicho activo. De esta forma se evita el posible conflicto de intereses por parte de la entidad emisora, pero los gastos asociados a la operativa también suelen ser superiores.

Una de las principales diferencias reside en el distinto flujo de órdenes. Mientras que en DMA, la orden del cliente dirigida al intermediario se redirige al mercado; los *Market Maker* compensan órdenes de distintos clientes o asumen la posición contraria a su cliente, lo que puede llegar a suponer un serio conflicto de intereses, y un peligro en caso de grandes oscilaciones en la cotización.

La proliferación de intermediarios que ofrecen negociación a través de CFD ha sido importante, dando lugar a numerosos intermediarios fraudulentos. A la hora de seleccionar un *broker* hay que prestar especial atención a qué institución pública es la encargada de regularlo. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la *Financial Conduct Authority* (FCA) son dos de las más importantes y exigentes, siendo ésta última la que goza de una mayor restricción y fiabilidad internacional.

A la hora de evitar posibles estafas, la *Financial Conduct Authority* aporta numerosa información en su página web, llegando a crear una “lista de alerta”, a la que cualquiera puede acudir para comprobar si el intermediario financiero con el que se quiere contratar es una empresa regulada.

Algunos de los intermediarios financieros cotizan en los mercados bursátiles, lo que da cierta garantía al público *retail* y permite la inversión en un negocio en auge que puede resultar muy rentable. Entre ellos, se encuentran brókeres de gran prestigio en Europa, como son IG, Renta4 y Swissquote (perteneciente a Swissquote Bank), en el mercado inglés, español y suizo, respectivamente.

Sin embargo, la inversión en este tipo de sociedades no va exenta de riesgo. A mediados de mayo del año 2015, las acciones de la plataforma de negociación Plus500 sufrieron

un descenso repentino desde los 750 peniques hasta los 250 en menos de una semana, debido al anuncio por parte de las autoridades británicas del inicio de una investigación sobre posibles conductas delictivas.

A raíz de la gran proliferación del uso de CFD como instrumento de inversión, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha sido una de las instituciones que ha emitido más informes y recomendaciones. La CNMV cataloga al CFD como producto complejo<sup>6</sup> debido al alto riesgo que soportan los usuarios y por ello se exige que los intermediarios financieros realicen un test de idoneidad y conveniencia llamado “Test MIFID”, cuyo objetivo es recabar la información necesaria referente al nivel de conocimientos y capacidades del potencial cliente. El test de idoneidad sólo será necesario si el intermediario que comercializa el producto presta también un servicio de asesoramiento a los inversores. La CNMV ha alertado en repetidas ocasiones que ciertos intermediarios no cumplen con la normativa MIFID al no realizar los correspondientes cuestionarios, algo que preocupa a la institución reguladora ante la amenaza de problemas semejantes a los surgidos a raíz de la emisión de participaciones preferentes, por parte de algunas entidades bancarias españolas.

Al ser el apalancamiento uno de los rasgos característicos de este tipo de activos, la CNMV también alerta sobre la asunción, por parte del inversor, de un mayor riesgo del deseado. El apalancamiento es a la vez una de las ventajas y uno de los mayores riesgos de los CFD, cuyo uso consciente y prudente es indispensable. Por ello, conviene recordar que los CFD no son productos de ahorro, sino inversiones apalancadas de alto riesgo para el inversor que los emplee. Una alta rentabilidad potencial siempre va acompañada de un alto riesgo, por lo que se debe conocer el perfil de cada inversor particular a la hora de seleccionar los activos a emplear.

Según el sistema de clasificación de instrumentos financieros impulsado por la CNMV, que los encuadra en cinco grupos atendiendo al grado de nivel de riesgo, y en cinco subgrupos complementarios dependiendo de los niveles de complejidad y liquidez de los mismos, el CFD se encuentra entre los vehículos de inversión con peor calificación posible.

---

<sup>6</sup> CNMV (2010). Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos. Departamento de Supervisión ESI-ECA.



La propia CNMV reconoce que el principal objetivo del sistema de clasificación es la protección del pequeño inversor, al facilitar la comparativa entre diversos productos financieros; la mejora de la transparencia en la comercialización; el mayor aporte de información relativa a la liquidez y a la complejidad del producto, así como la advertencia de que el CFD no es un producto recomendable para inversores minoristas mediante la inclusión de un mensaje cuyo contenido es: “Producto no adecuado para inversores no profesionales”.

Respecto al nivel de riesgo, la CNMV considera ciertos aspectos como la solvencia del emisor, el plazo de vencimiento, el riesgo de no recuperación del capital a vencimiento, la divisa en la que está denominado el activo o las características del producto. El CFD se encuentra entre los instrumentos financieros de la clase E, que engloba a los productos que soportan un mayor grado de riesgo.

En cuanto a los restantes, el nivel de liquidez se representa mediante un icono de candado y el nivel de complejidad a través de una exclamación. Iconos que deberán incluirse en la información precontractual del instrumento financiero, así como en su publicidad.

Por otra parte, la entrada en vigor de la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros<sup>7</sup>, ha supuesto un importante avance en la protección del pequeño inversor, al estar destinada a garantizar que los riesgos inherentes a los productos financieros son conocidos por los inversores particulares. Sin embargo, tanto asesores financieros como asociaciones de consumidores consideran que la normativa es incompleta, al olvidar la inclusión de ciertos activos comúnmente comercializados por entidades bancarias, y aportar una información insuficiente y poco clara.

La ausencia de un único criterio a la hora de calificar los riesgos de los productos financieros es otro punto que suscita controversia en lo referente a la aplicabilidad real de la normativa.

Otro aspecto que conviene destacar es la ausencia de arbitraje regulatorio, lo que puede traducirse en que ciertos emisores pueden formalizar sus productos atendiendo a los

---

<sup>7</sup>Ministerio de Economía y Competitividad, 05/11/15, Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros. BOE (Documento BOE-A-2015-11932).

indicadores establecidos, ocultando ciertos elementos importantes a la hora de elaborar una visión global sobre el activo en cuestión, pudiendo llevar a engaño al cliente y desvirtuando su decisión.

Es preocupante que productos financieros con gran acogida como son los Fondos de inversión, los ETF, los derivados financieros o la deuda pública hayan quedado excluidos de esta normativa. El Ministerio de Economía tan solo se ha limitado a responder que esperan que a finales del presente año se formule una normativa europea, cuyo objetivo primordial sea el de regular todos aquellos productos financieros que han quedado fuera de la presente Orden.

En el plano normativo europeo, el 16 de agosto de 2012 entró en vigor el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las Entidades de Contraparte Central (ECC) y los registros de operaciones (EMIR). Casi dos años más tarde, el 12 de febrero de 2014, entró en vigor una reforma a la regulación vigente.

En dicho reglamento se enumera una serie de obligaciones para aquellos inversores que negocien contratos de derivados, independientemente de si son entidades financieras o no financieras, modulándose la intensidad de aplicación según unos parámetros fijados, como el nivel de actividad o de uso de dichos derivados.

Su ámbito de aplicación se extiende a la totalidad de los contratos de derivados OTC, estableciéndose contrapartes tanto financieras como no financieras, consistentes en la mitigación de riesgos.

Por otra parte, la efectiva realización de las obligaciones que emanan de dicho reglamento depende del posterior desarrollo del EMIR por la *European Securities and Markets Authority* (ESMA). De esta forma, el uso de una ECC es obligatorio cuando se negocien contratos de derivados; la notificación de los registros de los contratos de derivados por todas las contrapartes; el uso de técnicas de mitigación de riesgos en casos de que no se compensen por una contraparte central y el establecimiento de requisitos organizativos, de conducta y prudenciales.

Así, cada transacción financiera llevada a cabo en mercados OTC queda registrada, y las partes contractuales identificadas a efectos de su posterior comprobación. Todo ello se lleva a cabo mediante la asignación de un código de identificación, *Legal Entity Identifiers* (LEI), emitido por el Registro Mercantil.

Según establece la *European Union Emissions Trading Scheme* (EUETS), para los CFD, *Forward Contracts*, *Forwards Rate Agreements*, *Swaps* y cualquier otro tipo de derivado, el valor notificado, a efectos de su registro, deberá ser el coste de reposición del contrato, teniendo en cuenta la entrega del activo subyacente. De acuerdo con el enfoque fijado, el valor notificado por la primera contraparte debe ser igual al valor reportado por la segunda contraparte multiplicado por menos uno.

Otras instituciones, como la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) y la *European Banking Authority* (ABE), se han pronunciado respecto a los CFD<sup>8</sup>, alertando de los riesgos que conlleva la operativa a través de dichos instrumentos.

Según estos organismos, el inversor incurre en numerosos riesgos que pueden minimizarse según el proveedor financiero que intermedie en la operación.

En primer lugar, el operador de CFD puede sufrir problemas de liquidez temporal, así como la posibilidad de que la orden no se efectúe en el instante deseado, con el consiguiente gravamen para el inversor.

Otro de los riesgos más preocupantes es la existencia de *gaps* como consecuencia de movimientos bruscos en el mercado, que inutilicen las herramientas de gestión limitadoras de pérdidas. Como ya se ha mencionado a lo largo del trabajo, el apalancamiento sobre el capital invertido es la característica del CFD que más problemas ha causado a los inversores que, al no haber calibrado correctamente la exposición tomada ni los riesgos inherentes a la misma, incurren en sustanciales pérdidas.

Por último, dichas instituciones remarcan la existencia del riesgo de contrapartida o *counterparty risk* asociado a la entidad intermediaria en la negociación.

En un documento llamado “Advertencia a los inversores” con fecha 28/02/2013, la *European Securities and Markets Authority*, reconoce la alta complejidad de este tipo de productos financieros y su no adecuación a la totalidad de los inversores presentes en los mercados financieros. Asimismo, este documento recomienda que los únicos particulares que podrían plantearse la operativa a través de CFD deberían contar con una dilatada experiencia en mercados financieros altamente volátiles; poseer una

---

<sup>8</sup> CNMV (2016). Comunicado de ESMA en relación a la Operativa con CFDs, Opciones Binarias y Otros Productos Especulativos.

elevada comprensión del funcionamiento, estructura y costes del producto; ser capaces de analizar y asumir los efectos del apalancamiento financiero y disponer del tiempo suficiente para gestionar correctamente sus posiciones. Éste documento surge como consecuencia del fenómeno de búsqueda de apalancamiento financiero por parte de algunos particulares que, ante periodos en los que la consecución de atractivos rendimientos se antoja complicado, buscan elevar sus rentabilidades a través de productos que brinden el ansiado apalancamiento financiero, como son los CFD. Pese a que su público objetivo tendría que ser el de un inversor con preparación y experiencia, la realidad es que un gran porcentaje de los operadores apenas cuenta con conocimientos relacionados con las finanzas, ya que ha sido seducido por la promesa de altísimas rentabilidades, a través de los medios de comunicación y/o publicitarios.

## **UTILIZACIÓN DE CFD EN LA GESTIÓN DE CARTERAS DE INVERSIÓN**

En la actualidad, un importante porcentaje de los inversores particulares enfoca sus inversiones a la creación de una cartera compuesta por valores sólidos, con gran capitalización bursátil y con un reparto recurrente de dividendos, como pueden ser los grandes bancos, empresas de telecomunicaciones, compañías farmacéuticas o sociedades energéticas. No hay que confundir esta estrategia inversora con los planteamientos del *value investing*, que persigue la inversión en sociedades con alto potencial de revalorización en base a los datos fundamentales de la empresa, así como a otros aspectos como los cuerpos directivos o la estrategia de crecimiento planificada. La búsqueda de compañías consolidadas con cierto *moat* en el mercado es recurrente en este tipo de inversores que, pese a sus intentos de investigación, rara vez son capaces de acceder a las fuentes de información originales, con la consiguiente merma de calidad informativa.

Como es natural, el pequeño inversor busca empresas con altos dividendos, lo que puede ser problemático si dicho particular busca operar con derivados CFD para, aprovechándose del apalancamiento, incrementar su posición en una sociedad que reparta beneficios. Éste planteamiento intrínsecamente erróneo es común entre aquellos inversores primerizos que no terminan de comprender la estructura del dividendo y sus consecuencias.

A efectos de dividendo, cuando el particular abre una posición alcista y la empresa cotizada objeto del contrato reparte un dividendo, la cotización disminuye automáticamente en una cantidad igual al 100% del dividendo. El contratante percibe dicha cantidad en su cuenta, una vez descontado el porcentaje que en principio debería recaudar la Hacienda Pública pero que, debido a la naturaleza del CFD, lo percibe el intermediario financiero. Si, por el contrario, el contratante tiene una posición bajista en el CFD, el contratante deberá hacer frente al pago del dividendo, a la vez que la cotización disminuye en la misma cuantía, por lo que el resultado global es neutral.

En verdad, en la operativa a través de CFD no se reparten dividendos, pero para evitar el grave efecto negativo que tendría para el inversor particular la no compensación de la bajada de la cotización, los *brokers* establecen este mecanismo de ajuste económico que, como se puede comprobar, resulta beneficioso para los intermediarios conocidos como *Market Makers*.

## ASSET ALLOCATION

Respecto a la asignación de activos y construcción de carteras, la práctica totalidad de los expertos coinciden en que la asignación estratégica de las clases de activos es más importante que la selección individualizada de valores o activos concretos. Algunos estudiosos como *Beebower, Hood y Brinson*<sup>9</sup> sitúan la importancia de la asignación de activos estratégicos en torno a un 92%, mientras que *Bogle* la reduce hasta situarla en un 89% e indica que la importancia de la selección de valores o *stock picking* es de un 11% respecto el total. De hecho, éste último experto sugiere que la indexación es el mecanismo más eficaz a la hora de enfrentarse a los mercados financieros.

Ésta primera aproximación a la importancia de una correcta estructuración de cartera tiene que ser complementada por la asignación de distintos pesos porcentuales a cada una de las categorías que conforman la cartera. Nuevamente, existen disparidades tanto a nivel puramente teórico como atendiendo al perfil de cada inversor.

---

<sup>9</sup> Brinson, G. P., Singer, B. and G. L. Beebower (1991). Determinants of Portfolio Performance II: An Update, *Financial Analysts Journal*, 40-48.

El diseño del portfolio de inversión debe considerarse como un proceso compuesto por diversas etapas que no son plenamente rígidas, sino que admiten cierta modulación. En este sentido se pronuncian *William Sharpe* y otros muchos expertos<sup>10</sup> al afirmar que mientras que unos inversores dividen el proceso en dos fases consecutivas: *Asset Allocation* y *Security Selection*; otros, principalmente inversores institucionales, llevan a cabo tres etapas: *Asset Allocation*, *Manager Selection* y *Security Selection*.

Centrándonos en lo referente al *Asset Allocation*, se debe diferenciar entre *Strategic Asset Allocation* (SAA)<sup>11</sup>, que hace referencia a la estructuración de la cartera en el largo plazo, y determina la política de inversión a seguir; y *Tactical Asset Allocation* (TAA), cuyo rango temporal es mucho más reducido y se emplea para explotar pequeñas ineficiencias o desviaciones del mercado, circunstancias de inestabilidad excepcional u oportunidades temporales.<sup>12</sup>

Antes de comenzar la construcción del portfolio, el gestor de la cartera debe fijar unas determinadas premisas en un documento llamado *Investment Policy Statement* (IPS), que debe englobar aspectos como la rentabilidad que se espera obtener; el riesgo máximo que se está dispuesto a soportar, atendiendo al grado de aversión al riesgo; las restricciones que tiene a la hora de gestionar el portfolio o el horizonte temporal del mismo.

El siguiente paso consiste en la determinación de las estrategias a seguir en el largo plazo, atendiendo tanto a las condiciones impuestas por el inversor como a la combinación de clases de activos considerada como óptima. En esta etapa, el estudio de las correlaciones y la diversificación adquiere una singular importancia.

Posteriormente, tiene lugar la ejecución de las estrategias diseñadas mediante su implementación. Es en esta etapa donde la utilización de CFD es relevante, al ser un instrumento capaz de utilizar un enorme elenco de activos subyacentes, pertenecientes a las distintas categorías que componen la cartera de inversión tipo.

---

<sup>10</sup> Sharpe, W. F., Chen P., Pinto J. and D. W. McLeavey (2007). *Asset Allocation in: Maginn, John, Donald Tuttle, Jerald Pinto, and Dennis McLeavey [eds.], Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*, John Wiley & Sons, 47-59.

<sup>11</sup> Brennan, M. J., Schwartz E. and R. Lagnado (1997). Strategic Asset Allocation, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1377-1403.

<sup>12</sup> Sharpe, W. F. (1989). Integrated Asset Allocation, *Financial Analyst Journal*, 25-37.

A lo largo del trabajo, se ha puesto especial énfasis en este aspecto, enumerando continuamente las posibilidades de este instrumento.

La categoría de renta variable puede estar compuesta tanto por CFD sobre acciones como por CFD sobre índices bursátiles; la utilización de CFD sobre bonos y obligaciones sería suficiente para lograr exposición a renta fija; los CFD sobre fondos monetarios o sobre pares de divisas conformarían la categoría de efectivo y cobertura de divisas; los CFD sobre *commodities* formarían la categoría de inversiones alternativas, completados por CFD sobre fondos inmobiliarios o SOCIMI (el equivalente español al REIT americano).

De este modo, se puede concluir que una cartera de inversión puede estar formada exclusivamente por CFD sin que el inversor tenga que soportar un riesgo desproporcionado, pudiendo ser incluso menor al que soporta un inversor incapaz de establecer ciertas coberturas.

Puede suscitar debate la conveniencia de ciertos activos como subyacente en vez de la utilización del propio activo, principalmente a efectos fiscales o de coste de financiación, pero el ánimo del presente trabajo no es presentar una completa comparativa entre instrumentos de inversión, sino investigar sobre la adecuación del CFD dentro de la teoría de gestión de carteras.

Volviendo al análisis del *Asset Allocation*, conviene señalar la utilización del enfoque *Top-down*, proceso de decisión de inversiones consistente en el diseño de una pirámide inversa decisional. De esta forma, las variables de carácter general van dando paso a las variables más específicas., comenzando con un análisis del contexto general hasta llegar al análisis individual y exhaustivo de cada uno de los activos concurrentes. Sin embargo, algunos gestores, a la hora de llevar a cabo la *Security Selection*, se decantan por el uso del enfoque *Bottom-up*, caracterizado por el análisis de las oportunidades de inversión, dejando de lado los condicionamientos externos.

A la hora de desarrollar los objetivos previstos en el SAA, se debe tener presente el incremento de instrumentos y activos financieros con los que obtener exposición a ciertos activos que *a priori* permanecen un tanto alejados de la inversión tradicional.

En las últimas décadas, el *Asset Allocation* tradicional, compuesto exclusivamente por renta variable, renta fija y liquidez, ha sufrido alteraciones que han derivado en la inclusión de nuevas alternativas. A día de hoy, la utilización de divisa extranjera,

*commodities* o *hedge funds* es cada vez más frecuente entre los inversores no institucionales. Sin embargo, los equipos gestores suelen estar condicionados por una estricta política de inversión que no siempre deja mucho margen de maniobra.

Entre las limitaciones más comunes, se pueden encontrar algunas restricciones que afectan a la naturaleza de algunos activos, a la región en la que se encuentran los activos, a las industrias a las que pertenecen o, incluso, a la tipología de los mercados (mercados emergentes, mercados subdesarrollados...).

Por otra parte, el TAA se vale de la volatilidad de los mercados financieros, al utilizar desviaciones temporales en las rentabilidades esperadas de los activos respecto a su equilibrio a largo plazo. De esta forma, el gestor puede asignar diferentes porcentajes a cada una de las clases de activos. Los gestores también pueden tener restricciones a la hora de desviarse de lo inicialmente planificado, generalmente mediante el establecimiento de un porcentaje máximo de desviación.

Existe cierta controversia en lo referente a la determinación de las señales en las que debe fijarse el equipo gestor a la hora de desarrollar el TAA. Pese a que hay diversas opiniones, se puede concluir que las más observadas son: señales macroeconómicas, que son inherentes al ciclo económico; señales microeconómicas, como pueden ser los numerosos ratios financieros y bursátiles; señales monetarias, también denominadas *Fed model signals* o las *momentum signals*, donde se puede encuadrar el análisis técnico en todas sus variantes.

La finalidad última del *Tactical Asset Allocation* es la obtención de un retorno superior en el corto plazo, al explotar las posibles ineficiencias de los mercados financieros. Sin estas ineficiencias no sería posible alcanzar ese retorno extra, comúnmente conocido como *Alpha* respecto al *benchmark* establecido. Para ello, el inversor debe tomar posiciones alcistas en mercados infravalorados y posiciones bajistas en mercados sobrevalorados, apartándose temporalmente de las asignaciones iniciales.

En el año 1937, el *London's Evening Standard* publicó el llamado *Investment Clock*, herramienta financiera cuya finalidad era anticiparse al ciclo económico, y tomar posiciones en activos que, *a priori*, iban a sufrir una posterior revalorización.

Ésta herramienta, que sostiene la teoría de que el comportamiento económico es completamente cíclico, asume que la economía se mueve en un círculo cerrado, un concepto íntimamente ligado a la idea del eterno retorno, expuesta por *Nietzsche*. Según



este planteamiento, la causalidad rige el transcurso de todos los acontecimientos, repitiéndose todos ellos en el mismo orden.

De esta forma, la repetición del trasfondo económico permite dividir el universo inversor en cuatro categorías primarias: renta variable, bienes raíces, renta fija y liquidez, que hacen frente a cuatro situaciones económicas de carácter cíclico: recuperación (cierto crecimiento y disminución de inflación), boom (alto crecimiento y aumento de la inflación), desaceleración (débil crecimiento e inflación creciente) y recesión (decrecimiento y caída de la inflación). Por ejemplo, en tiempos de recesión, donde los tipos de interés suelen ser bajos, la inversión en bonos carece de interés y la renta variable apenas tiene crecimiento. En este periodo temporal, lo recomendable sería mantener un elevado porcentaje en liquidez o activos monetarios.

Lo que *a priori* suena muy fácil de realizar: comprar los activos que se van a revalorizar y deshacerse de aquellos que van a ofrecer escaso o negativo crecimiento, no lo es en absoluto. Mantener una posición contraria al movimiento de los mercados, más aun si se utiliza apalancamiento financiero, no es nada fácil ya que entran en juego ciertos aspectos psicológicos que pueden alterar el comportamiento racional plenamente desarrollado *ex ante*.

Para que un gestor de carteras logre un *Jensen's Alpha*<sup>13</sup> de forma consistente, es decir, que consiga batir a su *benchmark* de referencia, debe poseer unas habilidades en cuanto a la selección de activos y al momento de entrada en el mercado (*market timing*). Esta última habilidad supone un importante valor añadido, a través de la gestión activa del portfolio de inversión. Para medir esta habilidad, hay diversas alternativas, entre las que destacan dos tipos de métodos: *portfolio-based* y *return-based methods*. Entre los más populares se encuentran: *Treynor and Mazuy*<sup>14</sup>, *Henriksson and Merton*<sup>15</sup> y *Aragon*<sup>16</sup>.

---

<sup>13</sup> Jensen M. C. (1972). Capital Markets: Theory and Evidence, *Bell Journal of Economics and Management Science*, 357-398.

<sup>14</sup> Treynor J. and K. Mazuy (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market?, *Harvard Business Review*, 44:4, 141-146.

<sup>15</sup> Henriksson, R. D., and R. C. Merton (1981). On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills, *Journal Of Business*. 54:4, 513-533.

<sup>16</sup> Aragon, G. (2007). Share Restrictions and Asset Pricing: Evidence from the Hedge Fund Industry, *Journal of Financial Economics*, 83, 33-58.

La mayor parte de los estudios realizados sobre la materia exponen que la mayoría de los gestores de fondos de inversión, no aportan un *Alpha* significativo ni sostenido a lo largo del tiempo. Las altas comisiones de estos fondos son las principales culpables de que el inversor no consiga un rendimiento igual o superior al mercado, según *Fama and French*<sup>17</sup>. En la misma línea se posicionan los estudios referentes a la *market timing ability*, al afirmar que pocos equipos gestores tienen habilidades de entrada y de salida de los mercados<sup>18</sup>. Así mismo, algunos expertos han demostrado que aquellos gestores que poseen habilidades de selección de activos (*stock-picking*) suelen carecer de habilidades temporales<sup>19,20</sup>.

Una vez compuesto el portfolio inicial, este actúa como un único activo financiero, con una rentabilidad esperada y un riesgo estimado total. A la hora de su construcción, el gestor o inversor debe haber calibrado los riesgos con vistas a su minimización, utilizando todos los instrumentos a su alcance.

Numerosos estudios teóricos, así como abundantes investigaciones de carácter empírico<sup>21</sup>, desvelan que la diversificación financiera suele ir asociada a un menor nivel de riesgo que cualquier otro activo individual. Una óptima diversificación no consiste en la introducción de activos aleatorios de forma progresiva, para así disminuir, o incluso eliminar, el riesgo específico de la cartera de inversión. La optimización de la cartera supone el estudio de las correlaciones existentes entre los distintos activos del portfolio de inversión. De este modo, se puede reducir el riesgo de la cartera al riesgo sistemático, es decir, el propio riesgo inherente al mercado sobre el que se opera.

Es evidente que el grado de correlación entre los principales mercados bursátiles es importante, lo que en cierta medida supone una contradicción a la teoría de la diversificación, que ciertos inversores pasan por alto. Algunos expertos aseguran que la globalización actual supone un incremento de las interdependencias económicas, por lo

---

<sup>17</sup> Fama, E. F., and K. French (2010). Luck versus Skill in the Cross-section of Mutual Fund Returns, *Journal of Finance*, 65, 1915-1947.

<sup>18</sup> Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, 52, 57-82.

<sup>19</sup> Henriksson R. D. (1984). Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation, *The Journal of Business*, 57, 73-96.

<sup>20</sup> Chang E. C., and W. G. Lewellen (1984). Market Timing and Mutual Fund Investment Performance, *The Journal of Business*, 57, 57-72.

<sup>21</sup> Lintner, J. (1965). Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification, *Journal of Finance*, 20, 587-615.

que los acontecimientos tienen una repercusión global, difícilmente diversificable. Los datos estadísticos históricos respaldan la postura de que los principales índices bursátiles están altamente correlacionados. Del mismo modo, sostienen que una amplia diversificación geográfica tan sólo se traduce en un incremento en los costes de monitorización y de intermediación, lo que, como hemos visto, es incorrecto, ya que numerosos ETF no exigen altos desembolsos y poseen unas comisiones realmente bajas.

Por otra parte, existen activos alternativos que, generalmente, poseen una correlación negativa respecto a los principales índices. El uso de materias primas como refugio en épocas de incertidumbre, principalmente el oro y la plata puede, incluso, ayudar a reducir el riesgo sistemático al compensar los potenciales descensos del resto de activos correlacionados con los mercados bursátiles.

## CONCLUSIONES

- I. La utilización del CFD puede revestir tres finalidades: inversión, especulación y cobertura.
- II. El CFD proporciona acceso a un mayor número de mercados para el público *retail*.
- III. El uso de CFD no implica la automática asunción de un mayor riesgo, sino que su uso es compatible con un perfil conservador.
- IV. Diversas instituciones han alertado sobre la complejidad del instrumento y el uso que, en la mayor parte de los casos, es el causante de los resultados negativos que experimenta la mayor parte de los usuarios.
- V. A través de la exclusiva utilización de CFD se puede conformar una cartera de inversión compuesta por todas las categorías principales: renta variable, renta fija, liquidez y activos monetarios e inversiones alternativas.
- VI. La correcta ponderación de las categorías del *Asset Allocation* tiene una mayor importancia que la selección individualizada de activos específicos.
- VII. La utilización de apalancamiento financiero supone una mayor asunción de riesgo, pero también posibilita la creación de coberturas y la sobreexposición ante eventos puntuales.

## BIBLIOGRAFIA

ABC Economía (2015). 16/01/15. <http://www.abc.es/economia/20150116/abci-alpari-queiebra-suiza-201501161154.html>

Aragon, G. (2007). Share Restrictions and Asset Pricing: Evidence from the Hedge Fund Industry, *Journal of Financial Economics*, 83, 33-58.

Asness, C. (2003). Fight the Fed Model, *Journal of Portfolio Management*, 30:1, 11-24.

ASX (2008). Understanding ASX CFDs, Australian Securities Exchange.

Bekaert, G. and E. Engstrom (2010). Inflation and the Stock Market: Understanding the “Fed Model”, *Journal of Monetary Economics*, 57:3, 278-294.

Brennan, Michael J., Schwartz E. and R. Lagnado (1997). Strategic Asset Allocation, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1377-1403.

Brinson, Gary P., Singer, B. and G. L. Beebower (1991). Determinants of Portfolio Performance II: An Update, *Financial Analysts Journal*, 40-48.

Brown, C., Dark, J. and K. Davis (2009). Exchange Traded Contracts for Difference: Design, Pricing and Effects. The Melbourne Centre for Financial Studies.

Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, 52, 57-82.

Chang E. C., and W. G. Lewellen (1984). Market Timing and Mutual Fund Investment Performance, *The Journal of Business*, 57, 57-72.

CNMV (2010). Guía sobre Catalogación de los Instrumentos Financieros como Complejos o No Complejos. Departamento de Supervisión ESI-ECA.

CNMV (2014). La CNMV advierte de que el 75% de los inversores en CFD pierde dinero. Nota de prensa.

CNMV (2016). Comunicado de ESMA en relación a la Operativa con CFDs, Opciones Binarias y Otros Productos Especulativos.

Ding, D. K., and C. Charoenwong (2003). Bid-Ask Spreads, Volatility, Quote Revisions and Trades of Thinly Traded Futures Contracts, *Journey of Futures Markets*, 23, 455-486.

Elder, A. (1993). *The New Trading for a Living*, 186-187. ISBN 978-0-471-59224-2.

Fama, E. F., and K. French (2010). Luck versus Skill in the Cross-section of Mutual Fund Returns, *Journal of Finance*, 65, 1915-1947.

Grinold, R. C. (1989). The Fundamental Law of Active Management, *Journal of Portfolio Management*, 15:3, 30-37.

Henriksson R. D. (1984). Market Timing and Mutual Fund Performance: An Empirical Investigation, *The Journal of Business*, 57, 73-96.

Henriksson, R. D., and R. C. Merton (1981). On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills, *Journal Of Business*. 54:4, 513-533.

Jensen M. C. (1972). Capital Markets: Theory and Evidence, *Bell Journal of Economics and Management Science*, 357-398.

Lintner, J. (1965). Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification, *Journal of Finance*, 20, 587-615.

Malkiel, B. C. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, *Journal of Economic Perspectives*, 17.

Reilly, F. K. and K. C. Brown (2008). *Investment Analysis and Portfolio Management*, South-Western College Pub.

Sharpe, W. F. (1989). Integrated Asset Allocation, *Financial Analyst Journal*, 25-37.

Sharpe, W. F., Chen P., Pinto J. and D. W. McLeavey (2007). Asset Allocation in: Maginn, John, Donald Tuttle, Jerald Pinto, and Dennis McLeavey [eds.], *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*, John Wiley & Sons, 47-59.

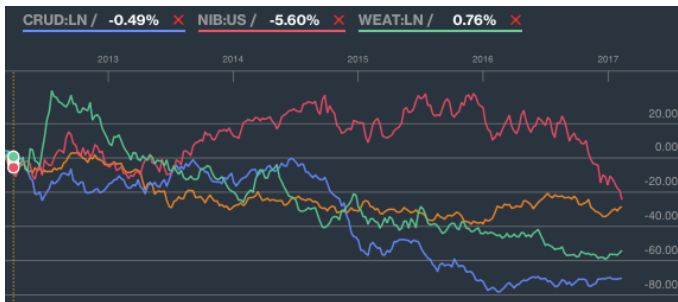
Stockton, K. A. and A. Shtekhman (2010). *A Primer on Tactical Asset Allocation Strategy Evaluation*, Vanguard Research.

Sukumar, N. (2009). LSE Drops Plan to Offer CFD: Stock Trading on Same Platform, Bloomberg.com

Treynor J. and K. Mazuy (1966). Can Mutual Funds Outguess the Market?, *Harvard Business Review*, 44:4, 141-146.

# ANEXOS

I



AMARILLO: ORO

AZUL: PETRÓLEO

ROJO: CACAO

VERDE: TRIGO

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

II



AMARILLO: PLATA

AZUL: ORO

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

III



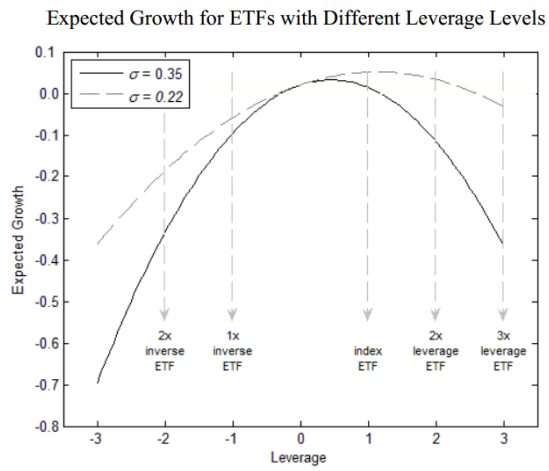
AMARILLO: BLOOMBERG COMMODITIES INDEX

AZUL: STANDARD & POOR'S 500

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)



#### IV



Fuente: The College of New Jersey

#### V

Capital inicial (C1)	% de pérdida	Nuevo capital	Cuanto hay que ganar para volver a C1	% de ganancia necesaria para volver al inicio
100	1%	99	1	1,01%
100	5%	95	5	5,26%
100	10%	90	10	11,11%
100	20%	80	20	25,00%
100	30%	70	30	42,86%
100	40%	60	40	66,67%
100	50%	50	50	100,00%
100	60%	40	60	150,00%
100	70%	30	70	233,33%
100	80%	20	80	400,00%
100	90%	10	90	900,00%
100	100%	0	100	No se puede recuperar