

Del libro “The new market wizards” de Jack D. Zchwager  
Traducción de Sugar para el foro de X-Trader

### **Jeff Yass: Las matemáticas como método**

Jeff Yass comenzó como operador en opciones en el parquet de la bolsa de Philadelphia en 1981. Estaba tan cautivado por las oportunidades en el trading con opciones que sedujo a un número de amigos de la universidad para que intentaran emprender sus carreras en el trading. Durante los primeros años 80 entrenó a seis de esos amigos como traders. En 1987, Yass y sus amigos se asociaron para formar Susquehanna Investment Group. La firma ha crecido rápidamente y ahora emplea 175 personas, incluyendo 90 traders. Hoy, Susquehanna es una de las más grandes firmas de trading en opciones en el mundo y una de las más grandes entidades en programas de trading.

Yass busca pequeñas ineficiencias del mercado a través de complejas correcciones de los modelos estándar de valoración de opciones. Sin embargo, la esencia del acercamiento de Yass no pasa necesariamente por tener un mejor modelo, más bien pasa por poner un mayor énfasis en la aplicación de los principios matemáticos del juego para maximizar los beneficios. Para Yass, el mercado es como una partida de póquer gigante, y tú tienes que poner mucha atención a las habilidades de tus oponentes. Como Yass explica en una de sus analogías del póquer, “si eres el sexto mejor jugador de póquer del mundo y estás jugando contra los otros cinco mejores, vas a perder. Por otro lado, si tus habilidades están solo sobre la media, pero juegas contra oponentes débiles, vas a ganar”. Yass usará como un factor más su percepción de las habilidades y conocimientos de la persona al otro lado de la operación y ajustará su estrategia de acuerdo con ello. Está determinado a subordinar o revisar sus propios puntos de vista del mercado basadas en las acciones de aquellos a los que considera traders mejor informados.

Yass tiene una mente rápida y habla a una milla por minuto. Empezamos la entrevista en su despacho en Philadelphia, cerrado ya el mercado, y acabamos en un restaurante local. A pesar de que tengo mis dudas acerca de las habilidades de Yass para seleccionar restaurantes, la comida fue excelente. Desgraciadamente la calidad de la comida era proporcional a la popularidad del restaurante y por lo tanto con el nivel de ruido del local, dejándome unas grabaciones dignas de las capacidades de decodificación de la CIA. Obviamente les parecimos un tanto extraños a un grupo de comensales que no pudieron resistir preguntarnos el por qué estábamos grabando nuestra conversación.

#### **¿Cuándo fue la primera vez que te interesaste por los mercados?**

Cuando era un crío. Adoraba el mercado de acciones. Aprovechaba los retales de papel que quitaba de las manos de mi padre para consultar las cotizaciones de las acciones.

#### **¿Operaste sobre alguna acción siendo crío?**

Adoraba las comidas preparada. La primera vez que probé las de Swanson encontré que eran deliciosas y una gran idea, de tal forma que quise comprar la acción. Encontré que Swanson era propiedad de Campbell y conseguí que mi padre comprara diez acciones para mí.

**¿Todavía adoras las comidas preparadas?**

Sí, y además me encanta la comida de los aviones. Estoy de acuerdo con Joan Rivers, que dice desconfiar de cualquiera que diga que no le gusta la comida de los aviones.

**No estoy seguro de si todavía quiero ir a cenar contigo después. Pero, ¿qué le sucedió a Campbell después de tu compra?**

Las acciones nunca fueron a ningún sitio.

**No es sorprendente.**

Subieron con el tiempo. Hubiera hecho bien si las hubiera mantenido los siguientes treinta años.

**¿Fue esa tu primera operación en el mercado de acciones?**

Sí

**¿Qué edad tenías?**

Once años.

**¿Compraste alguna otra acción siendo niño?**

Cuando tenía aproximadamente trece años compré Eastern Airlines. Volé A Florida por aquella época, y pensé que era una buena aerolínea. También compré alguna compañía de bienes raíces que con el tiempo se fue a la quiebra. Siempre perdía. Recuerdo a mi padre diciéndome, “Las acciones ya existían mucho tiempo antes de que tu las compraras. Que tu las compres ahora no significa que tengan que subir de repente”.

En el instituto descubrí las opciones. Comprobaba el precio de cierre de las opciones y detectaba las que pensaba que podían estar infravaloradas. Por ejemplo, una vez Alcoa cerró en 49\$ y la Call45 estaba negociándose solo 2 ½\$ por encima de la Call50. Comprando la Call 45 y vendiendo la Call 50, perdería 2 ½\$ si la acción bajaba 4\$ o más, pero ganaría 2 ½\$ si la acción subía 1\$ o más. Me pareció algo así como una buena apuesta. Convencí a mi padre que hiciera la operación por mí. La acción subió y la operación venció.

**¿Hiciste más operaciones con opciones durante el instituto después de esa?**

No, descubrí que el precio de cierre de las opciones impreso en el periódico correspondía a la última transacción, la cual podía ser muy antigua. Por ejemplo, la opción podía acabar el día con una horquilla de oferta-demanda de 11-12, pero si la última operación se había cruzado a 13, ese era el precio impreso en el periódico. Una vez descubrí que esos precios no eran reales, me di cuenta que la mayoría de las oportunidades que encontré realmente no existían.

### **¿Cómo conociste las opciones durante el instituto?**

La compañía de mi padre trabajó en la emisión de warrants cuando se dirigieron al gran público. Pedí a mi padre que me explicara los warrants. Dado que los warrants no es otra cosa que opciones a largo plazo, entendí el concepto básico.

(NT. No confundir con los warrants que se negocian en el mercado español en la actualidad)

### **Acabado el instituto, ¿fuiste a la universidad o directamente a trabajar?**

Mi plan era despegar y estar un año viajando por el país. Lo hice, sin embargo, acabé yendo a una entrevista en una casa de inversiones de la cual no daré el nombre. Fui entrevistado por el jefe del departamento de opciones. Creo que posiblemente pude haberle insultado y no conseguí el empleo.

### **Ya que no nombras la firma, ¿por qué no eres más específico?**

Bien, nuestra conversación fue algo así: él me dijo “Así que piensas que puedes hacer dinero operando con opciones”. Entonces yo le hablé acerca de lo que pensaba que era importante a la hora de hacer dinero en el mercado de opciones. Él me preguntó “¿Conoces los máximos y mínimos anuales de IBM?”

Respondí, “Creo que el mínimo fue 260 y el máximo 320, pero eso es absolutamente irrelevante. Si estás desperdiciando tu tiempo en enredos, estás totalmente en el camino equivocado”.

Él dijo, “Bien, aprende lo siguiente, creo que eso es muy importante”. Y repliqué, “¡Genial! Sencillamente me contratas y te mostraré por qué eso es irrelevante”.

En nuestra ulterior conversación indicó que no conocía la definición de la beta (un término técnico usado para describir la volatilidad de una opción en relación con el conjunto del mercado). Dijo “no me molesto con esa clase de cosas”.

Le dije, “¡Estupendo! Justo me contratas y yo te enseño y te muestro como usarlas”. Por asombroso que parezca, no conseguí el empleo. (Ríe cordialmente al recordar)

### **Se que eres un avezado jugador de póquer y que aplicas algunas de las estrategias del juego a las opciones. ¿Cuándo desarrollaste tu primer interés en el póquer?**

Comencé a jugar durante el instituto. Mis amigos y yo tomamos el póquer muy en serio. Sabíamos que a largo plazo no es un juego de azar sino más bien un juego de enorme destreza y habilidad. Aplicamos una aproximación matemática al juego.

### **Doy por hecho que has jugado al póquer en casinos. Por curiosidad, ¿cómo es la típica composición, en términos de nivel de destreza, de los jugadores?**

En el juego típico de ocho jugadores, de media, tres son profesionales, tres son semiprofesionales y dos son turistas.

### **¿Pues eso no suena a demasiadas posibilidades para los turistas!**

Debes ser un jugador muy bueno para salir adelante en el largo plazo.

**Dado el alto nivel de destreza, ¿qué porcentaje de tiempo actualmente sales victorioso?**

De media, supongo que gano el 55% del tiempo.

**¿Te preocupas cuando pierdes?**

No me preocupo en absoluto. Se que estoy jugando correctamente, y entiendo que no hay nada que pueda hacer para suavizar la volatilidad. Rara vez me autocrítico cuando pierdo, desde que se que en el corto plazo muchas de las fluctuaciones son debidas a la suerte, no a la habilidad.

**¿Es la estrategia en el póquer una cuestión de memorización de las probabilidades de combinación de varias manos?**

No, la memorización juega un rol muy pequeño. Entender las probabilidades suficientemente bien para conocer que manos jugar, y cuáles no, es importante, pero es solo un conocimiento básico. Los jugadores de póquer realmente buenos tienen conocimientos sobre la estrategia de apuestas adecuada. ¿Qué información tomas cuando tus oponentes apuestan? ¿Qué información das cuando apuestas tú? ¿Qué información das cuando no apuestas? Actualmente usamos estrategias de póquer para adiestrar a nuestros traders en opciones, porque advertimos paralelismos muy fuertes. Creo que si puedo enseñar a nuestros alumnos la forma correcta de pensar sobre el póquer, puedo enseñarles la forma correcta de operar con opciones.

**¿Puedes darme un ejemplo concreto?**

Demos por hecho que estás seguro que tienes la mejor mano y la última carta ha sido repartida. ¿Qué haces? Un operador novato diría, “yo apostaría el límite”. Sin embargo, a menudo este no es el movimiento correcto si estás seguro que tu oponente piensa apostar. ¿Por qué? Porque a veces cuando pasas él sube la apuesta dándote la posibilidad de elevarla, en cuyo caso podrás ganar el doble del tamaño de la apuesta. Si piensas que la probabilidad es mayor al 50% de que él apueste, es mejor controlarse. Usando esta estrategia algunas veces no ganarás nada a pesar de estar seguro de ganar la apuesta, pero, con mayor frecuencia, ganarás el doble. A largo plazo es mejor. Así, mientras que apostar cuando tienes la mejor mano parece la mejor opción, con frecuencia existe una jugada mejor.

**¿Cuál es la analogía al trading con opciones?**

El concepto básico a aplicar tanto al póquer como a las opciones es que el objetivo último no es ganar el máximo número de manos, consiste más bien en maximizar tus beneficios. Por ejemplo, digamos que tienes la oportunidad de comprar un centenar de calls de una opción por 3\$ cuando tú estimas su valor en  $3\frac{1}{4}$ , dándote una expectativa de 2,500\$ de beneficios. La mayoría de creadores de mercado dirían que hay que comprar la opción a 3 e intentar consolidar el beneficio. Sin embargo, la realidad es que la decisión no es tan sencilla. Por ejemplo, si estimas que habría un 60% de probabilidades de comprar la misma opción a  $2\frac{3}{4}$ , tu mejor estrategia sería esperar a comprar a  $2\frac{3}{4}$ , incluso sabiendo que hacerlo significa que el 40% de las veces vas a perder la operación por completo. ¿Por qué? Porque el 60% de las veces estás ganando

5,000\$. Por consiguiente, a largo plazo, tu ganancia media será de 3,000\$ (60% de 5,000\$) en ese tipo de situaciones, la cual es mejor que la ganancia segura de 2,500\$.

**¿Eras consciente de estas analogías cuando comenzaste a operar con opciones?**

Sí, el mundo del póquer es tan competitivo que si no estás completamente capitalizado, en cada operación con ventaja, no vas a sobrevivir. Yo era absolutamente consciente de ello todo el tiempo que estuve en el parquet de negociación de opciones. Aprendí mas acerca de estrategias en la operativa con opciones jugando al póquer que en todos mis cursos universitarios de economía juntos.

**¿Hay algunos otros ejemplos que puedas dar que proporcionen analogías entre estrategias de póquer y el trading con opciones?**

Un ejemplo clásico que damos a todos nuestros alumnos es el siguiente: Pongamos que estás jugando al Seven Card Stud y estás en turno final.

(NT No soy experto en póquer pero diría que no hay traducción al castellano y a esta modalidad del póquer se la conoce así, tal cual. En ella a cada jugador se le reparten siete cartas durante la mano y el ganador es aquel que tiene la mejor combinación sobre cinco de ellas. Se reparten tres cartas en un primer turno, dos ocultas y una expuesta. En los turnos cuarto, quinto y sexto se reparten cartas expuestas hasta llegar a la mano final en la que se reparte una carta final oculta.)

Tienes tres cartas ocultas y estás mostrando cuatro ases. Tu oponente tiene el dos y el tres de trébol, el nueve de diamantes y la reina de picas a la vista. Tú estás por encima con los cuatro ases. La cuestión que planteamos es: ¿Qué apuesta harías? La típica respuesta es “yo apostaría todo lo que pudiera porque dispongo de cuatro ases y las probabilidades de ganar son enormes. La respuesta correcta es...

**Pasas, porque si él no puede batirte, se retirará, y si puede ganarte elevará la apuesta y tú perderás más todavía.**

Correcto. El podría tener el cuatro, el cinco y el seis de trébol ocultas y batir a tu póquer de ases con su escalera de color. Tu no puedes ganar nada apostando, solo puedes perder. Él sabe lo que tienes, pero tú no sabes lo que lleva él.

**¿Así que cuál es la analogía con el trading de opciones?**

Digamos que yo creo que una opción vale 3\$. Normalmente debería estar deseando hacer de creador de mercado con una horquilla de  $2 \frac{7}{8}$  contra  $3 \frac{1}{8}$  (ser comprador a  $2 \frac{7}{8}$  y ser vendedor a  $3 \frac{1}{8}$ ). Sin embargo, digamos que un broker del que sospecho que posee mejor información que la mía me pide horquilla de esa opción. No tengo nada que ganar haciendo mercado bien ajustado (NT horquilla estrecha). Si valoro la opción de forma correcta él pasará, esto es, no hará nada. Si el precio dado no es el correcto la operación será cruzada y yo perderé.

En la misma línea, si un broker con mejor información está ofertando insistentemente una opción que yo considero que vale la pena, existen muchas posibilidades que él las esté ofreciendo a un precio alto porque sabe algo que yo no. Por consiguiente, yo no

puedo querer tomar la posición contraria de esa operación, a pesar de creer que parece una venta atractiva.

El asunto es que las decisiones del trading con opciones deberían estar basadas en las probabilidades condicionadas. Yo puedo haber pensado que una opción tenía un valor  $X$ , pero ahora alguien ofrece  $X+Y$  por ella. Yo puedo tener que revisar mi estimación del valor de la opción. La lección que intento enseñar a nuestros operadores es que cualquier cosa que parezca muy obvia debería ser revisada.

Un gran ejemplo que ilustra este concepto es un rompecabezas presentado hace algunos años por Fisher Black del famoso modelo de Black-Scholes para valoración de opciones. Imagina que estás en “Let’s Make a Deal” (NT. Concurso parecido al que actualmente emite TVE de “El Negociador”), y tienes que elegir un de las tres puertas. Eliges la nº1. La presentadora dice “Muy bien, Carol abre la puerta nº2”. El premio gordo no está detrás de la puerta nº2. Obviamente la presentadora conoce en que puerta se esconde el premio. De la forma en que se jugaba al juego ella nunca debiera abrir la puerta con el premio gordo. Ahora se vuelve hacia ti y te pregunta, “¿Quieres cambiar a la puerta nº3?” Puedes permanecer con la puerta nº1 o cambiarla por la nº3. ¿Qué harías? (Aquí el lector debería pensar su propia respuesta antes de continuar leyendo).

**La respuesta mas obvia parece ser que ni existe diferencia, pero obviamente debe ser la respuesta errónea.**

La respuesta correcta es que tu deberías siempre cambiar a la puerta nº3. La probabilidad de que el premio esté detrás de una de las puertas que originalmente no elegiste es de dos tercios. El hecho de que la presentadora abra una de esas dos puertas y no haya nada detrás de ella no cambia la probabilidad original, porque ella siempre abre la puerta incorrecta. Por consiguiente, si la probabilidad de que el premio estuviera detrás de una de las dos puertas era de dos tercios originalmente, la probabilidad de que estuviera en la puerta sin abrir de las dos, debiera ser todavía de dos tercios.

**No lo entiendo. Este concurso fue seguido por millones de personas durante años y nadie aun se ha percatado de que las probabilidades están claramente inclinadas a favor del cambio.**

Debes recordar que estás hablando de un concurso donde la gente tenía que llevar unas cómicas orejas de conejo para poder concursar.

Lo que confunde a la gente es que el proceso no es aleatorio. Si la presentadora eligiera aleatoriamente una de las dos puertas, y el premio no estuviera detrás de la puerta seleccionada, entonces las probabilidades entre las dos puertas restantes sería, efectivamente, de 50/50. Por supuesto, si seleccionara aleatoriamente una de las dos puertas, entonces a veces el premio debiera haber estado en la puerta seleccionada, cosa que nunca ocurrió.

La clave es que ella no hizo una selección aleatoria de una de las puertas, ella siempre elige la puerta errónea, y esto cambia las probabilidades. Este es el ejemplo clásico de probabilidades condicionadas.

**¿Puedes darme un ejemplo de trading de una situación donde obviamente la decisión es errónea?**

Digamos que una acción cotiza a 50\$ y un inversor institucional aparece con un oferta de venta de 500 calls a \$4 ½ (NT. Por debajo de su valor intrínseco). La respuesta instintiva en este tipo de situaciones es “¡Genial! Compraré las calls a \$4 ½ y venderé las acciones a \$50, cerrando con ½\$ de beneficio”. En realidad, sin embargo, perderás con toda probabilidad y la razón es que si el inversor institucional está ofreciendo la call a \$4 ½ es porque está bastante seguro de que las acciones van a caer.

**¿Este tipo de situaciones se han dado alguna vez, esto es, un inversor institucional ofreciendo vender opciones a un precio por debajo del valor intrínseco? (el valor teórico mínimo, el cual equivale a la diferencia entre la acción y el strike de la opción, 5\$ en el ejemplo de Yass)**

Esto ocurre todo el tiempo.

**No lo entiendo. ¿Cuál podría ser el motivo para vender opciones por debajo de su valor intrínseco?**

En el ejemplo que te he dado, le inversor institucional puede estar muy seguro de que la acción se va a negociar por debajo de los \$49 ½, por lo que un precio de \$4 ½ no es disparatado.

**Incluso si ellos tienen una buena razón para creer que la acción se va a negociar más abajo, ¿cómo pueden ellos estar seguros del timing?**

La respuesta honesta es que ellos saben que poseen millones de acciones para vender y que deben estar dispuestos a ofrecer la acción a \$49 para mover ese tipo de magnitudes. Esto nos devuelve a las probabilidades condicionadas. Dado que este inversor institucional está ofreciendo la opción por debajo de su valor intrínseco, ¿qué es más verosímil, que ellos son tan cándidos que te están extendiendo un cheque virtual de \$25,000 libre de riesgo o que saben algo que tú no sabes? Mi respuesta es que, dado que ellos quieren hacer la operación, lo más probable es que vas a perder.

Cuando comencé al principio, siempre hubiera querido ser el comprador de opciones ofrecidas por debajo de su valor intrínseco, pensando que tenía un beneficio seguro. No podía entender por qué el resto de operadores perspicaces no entraban en este tipo de operaciones. Con el tiempo me di cuenta que la razón de que los operadores más avezados no entraran comprando estas calls era que, de forma general, eran propuestas perdedoras.

**Si esto no es ilegal, ¿por qué los inversores institucionales no venden calls regularmente antes que liquidar sus posiciones? Parece que sería una forma más sencilla de amortiguar el deslizamiento en las posiciones largas existentes.**

De hecho es una estrategia frecuente, pero los creadores de mercado ya están avisados.



## **¿Cómo ha cambiado el mercado de opciones en los diez años que has estado en este negocio?**

Cuando empecé a operar con opciones en 1981 todo lo que necesitabas para hacer dinero era el modelo Standard de Black-Scholes y sentido común. A principios de los 80, la estrategia básica consistía en intentar comprar una opción que cotizaba a una volatilidad implícita relativamente baja y vender otra a una volatilidad más alta. Por ejemplo, si un orden larga de compra para un strike concreto presionaba su volatilidad implícita al 28%, mientras otra call, de la misma acción, estaba cotizando al 25%, deberías vender la volatilidad alta y compensar la posición comprando la call de volatilidad más baja.

## **Doy por hecho que este tipo de discrepancias existía porque el mercado era bastante ineficiente en aquella época.**

Correcto. En aquella época muchos traders en opciones todavía no entendían adecuadamente la volatilidad y la teoría básica de las opciones. Por ejemplo, si una call estaba negociándose a un 25% de volatilidad, que era relativamente baja para las opciones de esa acción, muchos traders no entendían que no tenías por qué ser alcista para comprar la call. Si eres bajista en la acción, todavía puedes comprar la call infravalorada y simultáneamente vender la acción, resultando una posición combinada equivalente a estar largo de una put. Los creadores de mercado con mayor base matemática entendían este tipo de relaciones y podían explotar las aberraciones en los precios. Ahora todo el mundo entiende estas relaciones, y no ves muchas situaciones en las que diferentes opciones de la misma acción estén negociándose a volatilidades significativamente diferentes, a menos que haya una razón fundamental que lo justifique. Ahora que todo el mundo entiende la volatilidad, la mayor batalla del trading con opciones es la “mueca” (NT traduzco como mueca al famoso “skewness” aunque se debería traducir como oblicuidad. Lo hago para que el término quede relacionado con las sonrisas de volatilidad, con el que está estrechamente relacionado)

## **¿Puedes explicar que entiendes por “mueca”?**

Te lo explico con un ejemplo. El OEX hoy estaba en 355. Si analizas los precios de las opciones veras que el mercado cotiza las puts 345 mucho más caras que las calls 365. (El modelo Standard de valoración de opciones valoraría las calls 365 ligeramente más caras que las puts 345)

## **¿Están los precios de las opciones siempre inclinados en la misma dirección? En otras palabras, ¿siempre son más caras las puts fuera de dinero que las equivalentes calls fuera de dinero?**

La mayor parte del tiempo las puts serán mas caras que las calls.

## **¿Hay una razón lógica para esta alteración?**

Actualmente hay dos razones lógicas. Una te la puedo explicar, la otra no. Un factor básico es que hay muchas más probabilidades de pánico financiero a la baja que al alza. Por ejemplo, en un momento excepcional, te puedes encontrar un día con un Dow bajando 500 puntos, pero es mucho menos probable que el Dow suba 500 puntos. Dada



la naturaleza de los mercados, las posibilidades de un crack son mayores que las posibilidades de un rally eufórico fuera de horas.

**¿Los mercados siempre valoraron significativamente más caras las puts que las calls por esta razón?**

No. El mercado nunca valoró las opciones de esta forma hasta el crack de octubre de 1987. Sin embargo, siempre he considerado que las posibilidades de un gran movimiento a la baja son mayores que las de un movimiento al alza equivalente.

**¿Llegaste a esta conclusión a propósito de la propensión de los mercados a favor de los grandes movimientos basándote en un estudio sobre el histórico del mercado?**

No, nada tan elaborado. Tan solo mirando los mercados noté que los precios tienden a bajar de forma más severa y rápida que cuando suben.

**Y esta propensión de los mercados, ¿es solo aplicable a las opciones sobre índices de acciones o también es aplicable a las opciones sobre acciones individuales?**

Las opciones de la mayor parte de las acciones son valoradas de esta forma (es decir, las puts son más caras que las calls), porque las sorpresas a la baja tienden a ser mucho mayores que al alza. Sin embargo, si una acción es el objeto de un rumor de OPA, las calls OTM pueden ser valoradas a un precio superior a las puts OTM.

**¿Utilizan tus traders tu modelo de valoración de opciones para tomar decisiones básicas de trading?**

Cualquier modelo de valoración de opciones, incluido el mío, sería demasiado simplista para describir adecuadamente el mundo real. No hay forma de que puedas construir un modelo que pueda estar tan cerca de estar tan informado como lo está el mercado. Adiestramos a nuestros creadores de mercado para que comprendan los supuestos fundamentales subyacentes en nuestro modelo de valoración y por qué esos supuestos son demasiados simplistas. Les enseñamos entonces supuestos más sofisticados y sus implicaciones en los precios. Una llamada al sentido común es lo que los supuestos apropiados deberían acabar siendo. Creemos que podemos adiestrar a cualquier persona inteligente, de pensamiento ágil, para ser trader. Entendemos que el trader no nace, se hace.

**Entonces básicamente, empezáis con las proyecciones del modelo y entonces hacéis unos ajustes basados en como creéis que los supuestos de varios modelos de valoración están en desacuerdo con la realidad actual.**

Exactamente.

**¿Puedes darme un ejemplo de cómo trabaja este proceso de ajuste?**

Un ejemplo actual es NCR, objetivo de OPA de AT&T. La oferta de AT&T es 110\$ y la acción está actualmente negociándose a 106\$ aproximadamente. Si la OPA llegara hasta el final el comprador de acciones que las mantuviera tomaría un beneficio de unos 2\$ (Alrededor de la mitad de la diferencia entre el precio actual y el precio de la oferta

corresponde al coste de mantenimiento de las acciones en relación al tipo de interés libre de riesgo). Si, por otro lado, la OPA no llega hasta el final, entonces las acciones pueden caer de forma brusca cerca de los 75\$ según las actuales estimaciones del mercado. En este caso en particular, las calls relativamente próximas están básicamente infravaloradas, porque es poco probable que la acción suba por encima de los 110\$. Por otro lado, las mucho más OTM (alejadas) puts 90 tienen alguna posibilidad de ganar valor de forma significativa en el caso de que la OPA falle. Es más, en este tipo de situaciones, las puts OTM pueden ser valoradas a un precio mucho mayor que sus equivalentes calls OTM.

**En otras palabras, este es un ejemplo de cómo un modelo de valoración de opciones podría dar resultados muy engañosos en una situación del mundo real.**

Cierto, porque el modelo Standard asume que la probabilidad de que un movimiento concreto se de al alza o a la baja es del 50%. Este, sin embargo, no es el caso aquí, porque existen muchas más posibilidades de un gran movimiento a la baja que al alza. Por una vez, los matemáticos operando con sus modelos, y en una situación como la que hemos descrito, venderían puts OTM porque les parecerían demasiado sobrevaloradas. Sin embargo, un operador con los pies en el suelo vería la situación y se daría cuenta de que existe una posibilidad real de presenciar un gran movimiento a la baja de la acción. (Una anomalía en caso de OPA). Los traders usando una aproximación basada en el sentido común pueden concluir comprar las puts OTM que les ofrecen los matemáticos y dejarlos limpios en el proceso. Casualmente los matemáticos se entramparon.

**En tus operaciones del día a día, ¿empiezas básicamente mirando el modelo de valoración para acabar haciendo algún tipo de ajuste mental?**

Exactamente. Nuestra filosofía fundamental es que tenemos un tremendo respeto por la opinión del mercado. Por ejemplo, si creemos que una opción tiene un valor de 2\$ y el creador de mercado mejor informado la demanda a 2½\$, asumimos que nueve de cada diez veces estará en lo cierto, porque el opera una acción y nosotros quinientas. Intentamos entonces figurarnos porque la está demandando a 2½\$. Si podemos identificar el motivo y estamos en desacuerdo con él, entonces podemos vender la opción porque está sobrevalorada. Pero la mayor parte del tiempo decidimos que su nivel de conocimiento es superior al nuestro y entonces ajustamos nuestro nivel de valoración en las otras opciones de esa acción y las compramos, o incluso la acción propiamente dicha.

**¿Cuándo ajustas tus valoraciones sobre una opción porque alguien más está ofreciendo un precio que parece ser sacado del valor teórico, simplemente asumes que él sabe más acerca de esa compañía en cuestión?**

Sí, la información no fluye de forma perfecta, como te enseñan en la clase de finanzas. Con frecuencia la información aparece primero en el mercado de opciones. En muchos de los casos de operaciones con información privilegiada se ven involucradas las opciones y nosotros somos los que perdemos dinero.

Por ejemplo, hoy han cogido a un empleado de Marion Labs, obviamente con información privilegiada de que Dow iba a realizar una OPA sobre su compañía. Esta persona había comprado 500 calls 25 de julio a 1\$ (coste total 50.000\$) y al día

siguiente las opciones valían 10\$ (valor total de la posición: 500.000\$). Antiguamente, antes de las opciones, alguien con este tipo de información podía comprar las acciones, y asumiendo unas garantías del 50%, el porcentaje de beneficios no podía ser tan grande. Sin embargo, ahora, comprando opciones, los operadores con información privilegiada pueden incrementar sus beneficios apalancados de forma tremenda. A veces hasta siento compasión por esa gente porque, hasta la reciente descarga de publicidad acerca de las operaciones con información privilegiada, no estoy seguro de que muchos de ellos se dieran cuenta de que estaban quebrantando la ley. Sin embargo, desde que acuden primero al mercado de opciones, somos la primera contraparte de las operaciones recibiendo las patadas.

### **No lo entiendo. ¿La SEC no registra el flujo de órdenes cuando hay un anuncio de OPA para asegurar que no hay órdenes sospechosas?**

Si, lo hacen, y son particularmente efectivos en coger a la gente que opera con información privilegiada. Además se han hecho especialmente efectivos a la hora de devolver el dinero a la contraparte de estas operaciones. Sin embargo, en los primeros años, el proceso fue demasiado lento.

Un ejemplo famoso involucró a Santa Fe, una compañía petrolífera que fue objeto de una OPA por los kuwaitíes en 1981. En aquel momento la acción estaba en 25\$ y los traders en opciones cogieron una orden de compra de 1000 calls 35 a 1/16\$. Pocas horas más tarde la acción saltó desde los 25\$ a los 45\$ y las opciones fueron desde 1/16\$ a 10\$. Los traders habían tenido una pérdida virtual fuera de mercado de un millón de dólares. A pesar de que con el tiempo recuperaron el dinero, les llevó años. Si eres un creador de mercado y estás arruinado, esperar a que tu capital vuelva no es agradable. Vives con el miedo de que vas a ser el vendedor de opciones a una fuente informada.

Con el tiempo todo el mundo es pillado porque si intentas evitarlo completamente se te pasan un montón de buenas oportunidades. Si eres demasiado conservador no tendrás ninguna operación y si eres demasiado agresivo serás pillado muchas veces. El tema es intentar encontrar un equilibrio entre las dos posibilidades.

### **¿Puedes pensar en un ejemplo reciente en el que fueras pillado?**

Las opciones de Combustion Engineering son negociadas en el Pacific Coast Exchange. Raramente son negociadas. Una mañana recibimos una llamada del broker encargado (empleado por el mercado, responsable de gestionar las ordenes desequilibrantes) diciendo que había una orden de compra por varios cientos de opciones buscando a cualquiera que quisiera tomar la contraparte.

Las acciones se estaban negociando a 25\$ y permitimos vender trescientas calls 25 a 2 ½\$ aproximadamente. Diez minutos más tarde se interrumpió la negociación de las acciones y hubo el anuncio de que la compañía iba a ser opada por una compañía europea. Cuando la negociación fue reiniciada, varios minutos después, las acciones abrieron a 39\$ y nosotros habíamos perdido 350.000\$ en cuestión de minutos. Resultó ser que el comprador era un directivo de la compañía adquirente.

## **¿Qué paso finalmente?**

En este caso en particular, recuperamos el dinero. La SEC identificó al comprador rápidamente y, como el individuo era un directivo de alto nivel que no se había dado cuenta de que estaba haciendo algo ilegal, devolvió el dinero sin complicaciones.

## **Hecha esta reflexión, ¿no sois reticentes a dar respuesta a una gran orden de compra de opciones en un mercado en el que normalmente no se opera con mucha frecuencia?**

Siempre existe ese tipo de reticencia, pero si quieres estar en el negocio tu trabajo consiste en dar respuesta a ese tipo de órdenes. Además, en la mayoría de los casos, las órdenes son legítimas y no pasa nada. Asimismo, bajo circunstancias normales, cubrimos la posición después de dar respuesta a una orden. En el caso de Combustion Engineering, las acciones dejaron de negociarse antes de que tuviéramos la posibilidad de cubrir nuestra posición. Aún así hubiéramos perdido dinero, pero no tanto como perdimos al estar completamente descubiertos.

El mayor logro de la SEC está en pillar a aquellos que operan con información privilegiada, y últimamente parece que los están pillando a todos y cada de los que lo hacen, repercutiendo favorablemente en lo ajustado de las horquillas de precios de las opciones. Cada operación implica algún tipo de prima de riesgo por la posibilidad de que la contraparte tenga algún tipo de información irregular. Por otro lado, si crees que la SEC va a coger a aquellos que operan con información privilegiada, entonces el mercado puede reducir su prima de riesgo. En esencia, es una realidad que es el inversor medio el que acaba pagando por aquellos que operan con información privilegiada a través de unas horquillas de precio más amplias.

## **Cuando una opción tiene un gran movimiento fuera de mercado, ¿Es normalmente precedido ese movimiento por un aumento en el volumen de opciones contratadas?**

Casi siempre. Si examinas los datos de volumen de las acciones de las que hablábamos verás que casi siempre hay agitación con las opciones antes del evento.

## **¿Realizas algún tipo de trading direccional?**

Ninguno. Tengo el firme convencimiento de que el conocimiento del mercado es superior al mío. En mi opinión el precio de mercado es el producto de la mejor medida de su valor. Lo más curioso de creer en la eficiencia de los mercados es que tienes que acabar entregando tus creencias y ego al mercado.

Hace varios años, un director de la Office of Management and Budget hizo una declaración que decía que las proyecciones presupuestarias debían basarse en la suposición de que los tipos a medio-largo plazo bajarían al 5-6%.

El tipo de interés implícito en el mercado refleja la opinión de los miles de operadores que a diario batallan en el mercado de bonos. En comparación, la opinión del personal de la oficina del director de la OMB no significa nada. Si están basando la política del gobierno en la suposición de que los tipos a medio-largo plazo serán del 5-6%, cuando

la mejor suposición del mercado los estima en el entorno del 8%, le están haciendo un daño grave a la sociedad.

Presumiblemente, si eran lo suficientemente listos como para predecir los tipos de interés mejor que el mercado, hubieran podido hacer una fortuna operando en el mercado de bonos, lo cual, obviamente, no pudieron hacer.

Mi opinión a propósito de donde estarán los tipos de interés los próximos veinte años es mejor que la de la mayoría de economistas porque todo lo que tengo que hacer es mirar a que precio está negociando el mercado de bonos. Si está negociando al 8%, esa es mi estimación. Alguien puede gastar millones de dólares desarrollando un elaborado modelo para pronosticar los tipos de interés y lo batiré en largo plazo porque la previsión del mercado siempre será mejor. El principio general es que si puedes dejar tu ego a un lado y escuchar lo que el mercado te está diciendo, puedes tener una enorme fuente de información.

**Se que tu consejo relativo al trading es: no pienses que puedes batir al mercado. Sin embargo, ¿existe algún consejo que puedas ofrecer a aquellos que participan en los mercados?**

Si inviertes y no diversificas, literalmente estás tirando el dinero. La gente no se da cuenta que diversificar es beneficioso incluso si reduce tus beneficios.

**¿Por qué?**

Porque reduce tu riesgo mucho más. Por consiguiente, si diversificas y entonces usas garantías para incrementar tu apalancamiento hasta el nivel de riesgo equivalente a la posición no diversificada, tus beneficios serán probablemente mayores.

**Estoy de acuerdo. Me gusta decir que la diversificación es la única comida gratis en Wall Street.**

La manera de decirlo es que no diversificar es como lanzar tu comida por la ventana. Si tienes una cartera no diversificada estas incinerando dinero año tras año.