

# FISCALIDAD DE LAS OPCIONES FINANCIERAS: ESTRATEGIAS DE OPTIMIZACIÓN FISCAL

**EMILIO ÁLVAREZ ARJONA**

*Abogado. Socio director del Departamento Fiscal de Costa, Álvarez, Manglano & Asociados*

## **Extracto:**

LA Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas dedica tan solo el artículo 37.1, letra m), a regular las implicaciones fiscales de un instrumento financiero tan importante como las opciones financieras. A diferencia de las legislaciones de los países de nuestro entorno económico, la regulación fiscal es muy escasa y fragmentaria.

En el presente trabajo se analiza con detalle la regulación en vigor y se proponen medidas para complementar la misma con objeto de que los inversores particulares pudieran disponer de un marco legal más completo y coherente.

El trabajo está dividido en tres partes. En la primera se describen los contratos de opciones de compra (*Call*) y de venta (*Put*), definiendo algunos conceptos financieros básicos necesarios para la comprensión de estos instrumentos financieros. En la segunda parte se analiza con detenimiento la regulación actualmente vigente. Por último, la tercera parte propone determinadas estrategias de optimización fiscal que podrían utilizarse por los operadores, comentando las medidas anti-abuso con las que las legislaciones más evolucionadas que la nuestra combaten las mismas.

**Palabras clave:** *Call, Put, spread, delta* y derivados financieros.

# TAXATION OF FINANCIAL OPTIONS: STRATEGIES FOR TAX OPTIMIZATION

**EMILIO ÁLVAREZ ARJONA**

*Abogado. Socio director del Departamento Fiscal de Costa, Álvarez, Manglano & Asociados*

## **Abstract:**

**T**HE Individual Income Tax Law only devotes article 37.1 m) to govern the tax implications of a financial instrument as important as financial options. Unlike other tax systems, the Spanish regulation is rather scarce and partial.

This paper analyzes in detail the regulations currently in force and proposes several measures to enhance it in order to provide investors with a more coherent and secure legal framework.

This work is divided in three parts. The first part describes Call and Put options as well as other basic related financial concepts needed to understand these financial instruments. The second part analyzes with great detail the legal regulations currently in force. Finally, the third part proposes several tax optimization strategies which could be used by traders, presenting as well anti abuse rules implemented in countries with more developed tax systems to fight against such strategies.

**Keywords:** Call, Put, spread, delta and financial derivatives.

# Sumario

1. Las opciones: generalidades.
2. Tributación de las opciones.
  - 2.1. Normativa española: aspectos generales.
  - 2.2. Fiscalidad de la compra de opciones.
  - 2.3. Fiscalidad de la venta de opciones.
3. Optimización fiscal mediante el uso de opciones financieras.
  - 3.1. «Wash sale rules».
  - 3.2. Diferimiento de ganancias patrimoniales.
  - 3.3. Optimización fiscal en estrategias combinadas (*spreads*).

## 1. LAS OPCIONES: GENERALIDADES

Las opciones financieras son contratos en virtud de los cuales una de las partes («el comprador»), a cambio del pago de una cantidad de dinero («la prima»), tiene el derecho a comprar o vender a un precio determinado («el precio de ejercicio») un número de acciones u activo otro subyacente (como por ejemplo un futuro) en o hasta una fecha determinada («vencimiento»). La otra parte del contrato es el vendedor de la opción que tiene la obligación de vender o comprar el subyacente, al precio de ejercicio en o hasta el vencimiento. A cambio de asumir esta obligación recibe la prima.

Las opciones pueden ser opciones de compra («Call») o de venta («Put»).

### EJEMPLO 1:

#### Compra de 1 Call TEF Dic 2011 15 @ 2.

Compra de una opción Call sobre acciones de Telefónica («TEF») con vencimiento en diciembre de 2011 y precio de ejercicio 15 euros, pagando una prima de 2 euros.

Este contrato da derecho al comprador de la opción a comprar, hasta diciembre de 2011, 100 acciones de Telefónica a un precio de 15 euros por acción. Siempre que el comprador ejerza la opción, el vendedor está obligado a vender 100 acciones de Telefónica al precio de 15 euros. Esta obligación es solo exigible hasta el tercer viernes del mes de diciembre de 2011. A cambio percibe la prima de 2 euros por acción. Como el contrato es por 100 acciones percibe un total de 200 euros. Es importante tener en cuenta que las primas se expresan en euros (o en USD) por cada acción.

Las opciones Call ganan valor cuando el subyacente (en este caso las acciones de Telefónica) aumenta de precio. Si a fecha de vencimiento las acciones de Telefónica cotizan por encima del precio de ejercicio, el comprador tendrá interés en ejercitar la opción. Si por el contrario a vencimiento las acciones de Telefónica cotizan por debajo del precio de ejercicio, el tenedor de la opción no tendrá ningún interés en ejercitar la opción. En efecto, si el tercer viernes de diciembre de 2011 las acciones de Telefónica cotizan, por ejemplo, a 13 euros, el comprador no ejercerá la opción ya que nadie compraría a 15 euros, precio de ejercicio, lo que puede adquirir en el mercado a 13 euros. En este caso el comprador habrá perdido la prima que pagó por la opción, que hace suya el vendedor.

**EJEMPLO 2:****Compra de 1 Put TEF Dic 2011 15 @ 2.**

Compra de una opción Put sobre acciones de Telefónica con vencimiento en diciembre y precio de ejercicio 15 euros, pagando una prima de 2 euros.

Este contrato da derecho al comprador a vender, hasta diciembre de 2011, 100 acciones de Telefónica a un precio de 15 euros por acción. El vendedor de la Put está obligado, siempre que el comprador ejerza la opción, a comprar 100 acciones de Telefónica al precio de 15 euros. Esta obligación es solo exigible hasta el tercer viernes del mes de diciembre de 2011. A cambio percibe la prima de 2 euros por acción. Como el contrato es por 100 acciones percibe un total de 200 euros.

Las opciones Put ganan valor cuando el subyacente (en este caso las acciones de Telefónica) disminuye de precio. Si a fecha de vencimiento las acciones de Telefónica cotizan por debajo del precio de ejercicio, el comprador tendrá interés en ejercitar la opción. Si por el contrario a vencimiento las acciones de Telefónica cotizan por encima del precio de ejercicio, el tenedor de la opción no tendrá ningún interés en ejercitar la opción. En efecto, si el tercer viernes de diciembre de 2011 las acciones de Telefónica cotizan, por ejemplo, a 17 euros, el comprador no ejercerá la opción ya que nadie vendería a 15 euros, precio de ejercicio, lo que puede vender en el mercado a 17 euros.

Las opciones negociadas en los mercados organizados son de dos tipos: modalidad europea y modalidad americana. Las opciones tipo europeo solo pueden ejercitarse en la fecha de vencimiento, pero no antes. Por el contrario, las opciones de tipo americano pueden ejercitarse en cualquier fecha antes del vencimiento. La diferencia es más teórica que práctica, ya que rara vez se ejercitan las opciones de tipo americano antes de vencimiento, salvo cuando están cotizando a paridad, esto es, por su valor intrínseco. La mayor parte de las opciones negociadas en los mercados de derivados son americanas.

Es importante la relación que existe entre el precio del subyacente en un momento dado y el precio de ejercicio de la opción. Las opciones Call cuyo precio de ejercicio es superior a la cotización del subyacente se dice que están «out of the money» («OTM»). Cuando el precio de ejercicio está por debajo de la cotización actual del subyacente se dice que la opción está «in the money» («ITM»).

**EJEMPLO 3:****1 opción Call TEF Dic. 2011 15**

Cuando Telefónica cotiza a 14 euros está OTM, puesto que el precio de ejercicio (15 €) está por encima de la cotización actual. Por el contrario si Telefónica estuviera cotizando a 18 euros, la opción estaría ITM. Cuando el subyacente cotiza exactamente al precio de ejercicio se dice que la opción está «at the money» («ATM»).

.../...

.../...

En las opciones Put la situación es exactamente la contraria: las opciones Put cuyo precio de ejercicio está por debajo de la cotización del subyacente se dice que están OTM. Cuando el precio de ejercicio está por encima de la cotización actual del subyacente se dice que la opción está ITM.

#### EJEMPLO 4:

##### **1 opción Put TEF Dic. 2011 15**

Cuando Telefónica cotiza a 16 euros está OTM, puesto que el precio de ejercicio (15 €) está por debajo de la cotización actual. Por el contrario si Telefónica estuviera cotizando a 12 euros, la opción estaría ITM. Cuando el subyacente cotiza exactamente al precio de ejercicio se dice que la opción está ATM.

El valor intrínseco de una opción es la diferencia entre la cotización actual del subyacente y el precio de ejercicio. Así, las opciones OTM no tienen valor intrínseco, solo tienen valor temporal. Por el contrario, las acciones ITM tienen tanto valor intrínseco como valor temporal.

#### EJEMPLO 5:

##### **Compra de 1 Call TEF Dic 2011 15 @ 2 cuando Telefónica cotiza a 14 euros.**

Esta opción está OTM. No tiene valor intrínseco y toda la prima (2 € por acción) es valor temporal. Es fácil entender que en este caso la opción no podría ser ejercitada en este momento, ya que no tiene sentido adquirir a 15 euros, lo que en ese mismo momento puede adquirirse en el mercado por 14 euros. La prima que se paga por las opciones OTM refleja una mera expectativa de que a vencimiento el subyacente cotice por encima del precio de ejercicio.

##### **Compra de 1 Call TEF Dic 2011 15 @ 3 cuando Telefónica cotiza a 16 euros.**

En este caso, la opción está ITM. El valor intrínseco es la diferencia entre la cotización del subyacente y el precio de ejercicio. Por tanto, en este caso, el valor intrínseco es de 1 euro (por cada una de las 100 acciones del contrato). Puesto que la prima es de 3 euros, el valor temporal de la opción es de 2 euros por acción, que es la diferencia entre el valor intrínseco y el valor total de la prima.

Para terminar con esta pequeña introducción a las opciones financieras conviene referirse a un parámetro de las mismas denominado «delta» de la opción. Muchas legislaciones extranjeras hacen referencia a este parámetro para determinar el tratamiento fiscal de algunas estrategias con opciones por lo que resulta conveniente conocer su significado. La delta de una opción mide la correlación que existe entre el valor de dicha opción y el valor del subyacente. Los valores de la delta de una Call van de 0 a 1 y los de una opción Put de 0 a -1. Una delta de 0 significa que la prima de la opción no aumenta ni disminuye con independencia de lo que ocurra con el subyacente. Esto ocurre generalmente con las opciones que están muy OTM y cercanas al vencimiento.

Por ejemplo una opción Call de Telefónica con precio de ejercicio 25 con vencimiento en cinco días, cuando Telefónica está cotizando a 15 euros, tendrá una delta de 0. La probabilidad de que esa opción acabe ITM es tan remota que aunque las acciones de Telefónica suban en un día de 15 a 18 euros (incremento de un 20%), probablemente no modificará en nada el precio de la opción. Por el contrario, esa misma opción si Telefónica estuviera cotizando a 30 euros tendría una delta cercana a 1. Eso significa que si Telefónica incrementase su precio de 30 a 31 euros, la prima de la opción aumentaría también en 1 euro, probablemente pasaría de valer de alrededor de 5 euros a 6 euros.

La delta de las opciones Put es negativa, ya que aumentan de valor cuando el subyacente disminuye de precio.

## 2. TRIBUTACIÓN DE LAS OPCIONES

### 2.1. Normativa española: aspectos generales

La fiscalidad de las opciones financieras puede llegar a ser ciertamente compleja. Las legislaciones más avanzadas contienen numerosas disposiciones para regular aspectos tales como la calificación de la renta, medidas anti-abuso (anti-lavado «wash sale rules» o posiciones compensadas «offsetting positions»), imputación temporal, etc.

Por el contrario, la normativa española es más bien parca en esta materia, quizás reflejo de la escasa implantación práctica de los mercados de derivados nacionales. Este hecho, sin embargo, no debería ser una excusa para no tener una regulación algo más detallada de estas operaciones. Lo cierto es que los inversores institucionales españoles y, cada vez más, los particulares operan habitualmente en los mercados de derivados extranjeros y deberían tener un marco legal estable que regule las consecuencias fiscales de estas operaciones.

La Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) actualmente en vigor regula las operaciones con opciones en el artículo 37.1, letra m), en los siguientes términos:

«En las operaciones realizadas en los mercados de futuros y opciones regulados por el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, se considerará ganancia o pérdida patrimonial el rendimiento obtenido cuando la operación no suponga la cobertura de una operación principal concertada en

el desarrollo de las actividades económicas realizadas por el contribuyente, en cuyo caso tributarán de acuerdo con lo previsto en la sección 3.<sup>a</sup> de este capítulo.»

Como se ve, la regulación no solo es sumamente sucinta, sino carente en gran medida de utilidad práctica.

En primer lugar, hay que señalar que el Real Decreto 1814/1991 está derogado, habiendo sido sustituido por el Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados.

Al margen de lo anterior, es de lamentar que la ley solo se refiera a las operaciones realizadas en los mercados de futuros y opciones nacionales. A priori, por tanto, la ley no regula específicamente las consecuencias fiscales de las operaciones realizadas en mercados extranjeros, como el *Chicago Board Options Exchange (CBOE)*, el mercado de opciones más grande del mundo y donde, por cierto, cotizan opciones sobre numerosos valores españoles.

Por otra parte, la referencia a los mercados nacionales deja también huérfanas de regulación las operaciones con opciones y futuros realizadas fuera de los mercados, esto es, las denominadas operaciones *Over the Counter (OTC)*.

En mi opinión no tiene lógica alguna dar un tratamiento fiscal diferente a operaciones sustancialmente idénticas en función del mercado en que se realizan, o si se realizan fuera de un mercado organizado. Entiendo, por tanto, que aunque la ley se refiera solamente a los mercados nacionales, la regulación debe ser exactamente la misma para operaciones realizadas fuera de mercado o en mercados extranjeros.

En otro orden de ideas, la ley precisa que las operaciones realizadas por empresarios o profesionales como cobertura de su actividad económica originan rentas de esta clase y no ganancias o pérdidas patrimoniales. Si entendemos que la referencia a los mercados españoles es superflua, la precisión legal resulta muy adecuada y refleja el criterio más habitual en Derecho comparado.

Por ejemplo, un empresario agrícola español que produce algodón podría perfectamente cubrir el precio de venta de su producción vendiendo futuros sobre algodón o comprando opciones Put en el *New York Board of Trade (NYBOT)*. Al tratar el resultado que obtuviese con el derivado como renta de la actividad se consigue que la operación de cobertura tenga un tratamiento coherente con la operación cubierta (la venta de algodón). No sería lógico ni neutral que el coste de la prima de la Put fuese una pérdida patrimonial (que iría a la base imponible del ahorro) y la venta de algodón tributase como renta de la actividad económica, cuando la finalidad de comprar la Put es asegurar un precio de venta del algodón. Como exponemos más adelante, la prima de la Put debe minorar el valor de transmisión del activo subyacente a efectos fiscales.

También es acertado que la ley, a contrario sensu, califique como ganancias o pérdidas patrimoniales las operaciones que realizan los empresarios de modo especulativo, aunque tengan relación con su giro o tráfico habitual. La ley es clara en cuanto que solo son rentas de actividades económicas las operaciones de cobertura. En el ejemplo anterior, la compra de la Put es una operación de cobertura, ya que el empresario tenía el subyacente (está «largo» de algodón). La compra de la Put perseguía asegurar un precio mínimo de venta. Sin embargo, si ese empresario hubiese comprado la



Put sin tener el algodón (o por más algodón del que realmente produce) estaría simplemente especulando con el que el precio del algodón va a bajar. Parece adecuado que en este caso el resultado de la operación se califique una ganancia o pérdida patrimonial.

Una última reflexión con relación a los contribuyentes que operan de forma habitual por cuenta propia utilizando los medios materiales y humanos correspondientes. En derecho comparado existen reglas bastante precisas para discernir cuando un contribuyente de estas características realiza una actividad económica (es un *trader*) o, por el contrario, se trata de un simple ahorrador que utiliza herramientas de inversión sofisticadas como son los derivados (*investor*) y cuyas rentas deben calificarse como renta del ahorro a efectos fiscales. Entre los criterios que se valoran está el capital empleado, la operativa que realiza (operativa diaria o a más largos plazos), el tiempo dedicado a la actividad de inversión, exclusividad de misma, etc.

En el caso español, ni la ley ni el reglamento, ni tan siquiera la Dirección General de Tributos a través de contestaciones a consultas, ofrecen la más mínima pista al respecto. La norma general es que una actividad económica supone la ordenación por cuenta propia de medios materiales y humanos para intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios. Sería deseable que a nivel reglamentario se precisasen los requisitos para que, en general, la actividad de inversión se califique como actividad económica.

Hasta aquí lo que la ley dice, que es más bien poco. No se regulan aspectos básicos de la fiscalidad de las opciones como las reglas de valoración, de imputación temporal, normas anti-abuso, etc. Algunas de estas lagunas se han colmado a través de contestaciones a consultas de la Dirección General de Tributos. Otros aspectos de la fiscalidad de las opciones no tienen más regulación que la que resulta de los principios generales del Derecho tributario.

En las líneas que siguen se esboza cuál es el tratamiento fiscal que deberían tener las operaciones sobre opciones a la luz del derecho comparado.

## 2.2. Fiscalidad de la compra de opciones

El comprador de una opción solo tiene tres posibilidades una vez realizada la compra:

- a) Con anterioridad al vencimiento deshace su posición vendiendo la opción, ya sea con beneficio o con pérdida.
- b) La opción expira OTM, esto es, sin valor intrínseco, lo que implica que el comprador ha perdido toda su inversión, esto es, la prima que pagó.
- c) La opción expira ITM y su tenedor la ejerce comprando (opción Call) o vendiendo (opción Put) el activo subyacente.

Desde el punto de vista fiscal, las implicaciones de cada una de estas posibilidades son las siguientes:

a) *Cierre de la posición con anterioridad al vencimiento*

En este caso el comprador de la opción experimenta una ganancia o pérdida patrimonial por la diferencia entre la prima que pagó al comprar la opción y la que cobra al venderla y cerrar la posición.

**EJEMPLO 6:**

**Compra de 1 Call TEF Dic 2011 15 @ 2.**

Compra de una opción Call sobre acciones de Telefónica con vencimiento en diciembre y precio de ejercicio 15 euros, pagando una prima de 2 euros. Este contrato da derecho al comprador a comprar hasta diciembre 100 acciones de Telefónica a un precio de 15 euros.

Se cierra la posición en noviembre de 2011 vendiendo la Call por un precio de 5, dada la revalorización que han tenido las acciones de Telefónica desde la compra de la opción.

En este caso, está claro que el comprador obtiene una ganancia patrimonial por la diferencia entre el valor de transmisión (precio de venta menos gastos accesorios) y el valor de adquisición (precio de compra más gastos accesorios). Es decir, tiene una ganancia patrimonial de 300 ( $3 \times 100$  acciones), ignorando las comisiones.

b) *La opción expira OTM*

En este caso, el comprador pierde todo lo que pagó por la prima experimentando una pérdida patrimonial por dicho importe.

**EJEMPLO 7:**

**Compra de 1 Call TEF Dic 2011 15 @ 2.**

El tercer viernes de diciembre, fecha del vencimiento del contrato, las acciones de Telefónica están cotizando a 14 euros, por lo que la opción está OTM y carece de valor. El comprador pierde la prima que pagó, 2 euros por acción, en total, 200 euros por contrato.

La Dirección General de Tributos ha precisado que la pérdida debe imputarse al periodo impositivo en que vence la opción, aunque en la práctica las opciones cotizadas se valoran a su valor de mercado (*marked to market*). Esta posición es coherente con la normativa del IRPF, ya que hasta que no se produce la alteración patrimonial no se realiza la pérdida a efectos fiscales.

*c) La opción expira ITM y su tenedor la ejercita comprando (opción Call) o vendiendo (opción Put) el activo subyacente*

En la práctica totalidad de las legislaciones de nuestro entorno, cuando se ejercita una opción por estar ITM al vencimiento, la posición en opciones no genera ningún resultado independiente sometido a gravamen; el importe de la prima se considera mayor valor de adquisición del subyacente (en opciones Call) o menor precio de venta del mismo (en opciones Put).

**EJEMPLO 8:**

**Compra de 1 Call TEF Dic 2011 15 @ 2.**

El tercer viernes de diciembre, fecha del vencimiento del contrato, las acciones de Telefónica están cotizando a 20 euros, por lo que la opción está ITM y tiene un valor intrínseco de 5 que es la diferencia entre la cotización de Telefónica y el precio de ejercicio de la opción. El comprador de la opción la ejercita y compra 100 acciones de Telefónica a 15 euros cada una.

A este precio habría que adicionar la prima pagada por la opción de 2, por lo que el coste de adquisición de cada acción sería de 17 euros. En ese momento el tenedor tiene una plusvalía latente de 3, ya que las acciones de Telefónica están cotizando a 20. Sin embargo, se trata de una ganancia no realizada, que solo debería gravarse cuando tenga lugar la alteración patrimonial, esto es, cuando se vendan las acciones de Telefónica (art. 14 de la Ley IRPF).

**EJEMPLO 9:**

**Compra de 1 Put TEF Dic 2011 12 @ 2.**

Compra de una opción Put sobre acciones de Telefónica con vencimiento en diciembre y precio de ejercicio 12 euros, pagando una prima de 2 euros. El tercer viernes de diciembre, fecha del vencimiento del contrato, las acciones de Telefónica están cotizando a 10 euros, por lo que la opción está ITM. El tenedor tiene el derecho a vender 100 acciones de Telefónica a 12 euros. Suponiendo que las hubiese adquirido a 12 euros, tendría una pérdida patrimonial de 2 ( $12 - 12 - 2$ ). Obsérvese como del precio de venta de 12, precio de ejercicio de la Put, hay que deducir el importe de la prima.

A pesar de que el tratamiento fiscal descrito es pacífico en derecho comparado, de las consultas de la Dirección General de Tributos parece deducirse que hay que analizar las posiciones en opciones y en el activo subyacente de forma independiente.

Así en el ejemplo 8 anterior, el tenedor habría obtenido una ganancia de 3 en su posición en opciones (valor intrínseco  $-5$  –menos coste de la prima  $-2$ ). Por otra parte, las acciones

.../...

.../...

de Telefónica se considerarían adquiridas por el valor de cotización en la fecha de ejercicio de la opción (20). Este criterio, seguramente poco meditado, no solo no refleja la verdadera naturaleza jurídica de la operación, sino que conduce a gravar ganancias patrimoniales no realizadas conculcando así un principio básico de nuestro Derecho tributario.

### 2.3. Fiscalidad de la venta de opciones

El vendedor de una opción cobra inmediatamente la prima. De nuevo, solo tiene tres posibilidades una vez realizada la operación:

- a) Con anterioridad al vencimiento cierra su posición comprando la opción, ya sea con beneficio o con pérdida.
- b) La opción expira OTM, esto es, sin valor intrínseco, lo que implica que el vendedor hace definitivamente suya la prima.
- c) La opción expira ITM y su tenedor la ejercita forzando al vendedor de la opción a vender el activo subyacente al precio de ejercicio (opción Call) o a comprarlo al precio de ejercicio (opción Put).

Los dos primeros escenarios son bastante evidentes. El vendedor obtiene una ganancia o pérdida patrimonial que se cuantifica en la diferencia entre el importe de la prima que cobró al vender la opción y la que paga por recomprar la misma. En el caso de que la opción expire OTM la ganancia patrimonial es la totalidad de la prima.

En Estados Unidos esta ganancia (pérdida) patrimonial se califica siempre de «a corto plazo», aun en el caso de que la opción vendida tuviera vencimiento a más de un año. Sin embargo se entiende que dicha ganancia o pérdida se devenga en el periodo impositivo en el que se cierra la posición, no en el que se realiza la venta.

A la misma conclusión habría que llegar en el caso español, al menos en cuanto al devengo de la ganancia patrimonial. Así se deduce de las distintas contestaciones de la Dirección General de Tributos que han abordado este aspecto. En cuanto a la clasificación de la ganancia o pérdida patrimonial en corto o largo plazo, no hay resoluciones que aborden directamente esta cuestión; lo cierto es que con la normativa actual la cuestión no tiene relevancia práctica, ya que todas las ganancias y pérdidas patrimoniales, con independencia de que sean a corto o largo plazo, tienen el mismo tratamiento (cfr. arts. 45 y 46 de la Ley del IRPF).

Al margen del plazo, y a nivel puramente dialéctico, podría suscitarse el debate sobre la categoría a la que pertenecen las ganancias y pérdidas patrimoniales resultantes de la venta de opciones financie-

ras. En efecto, las ganancias y pérdidas patrimoniales que derivan de la *transmisión de elementos patrimoniales* se incluyen en la renta del ahorro, mientras que el resto de ganancias y pérdidas patrimoniales se incluyen en la renta general con importantes consecuencia prácticas: (i) las ganancias se gravarían a la tarifa general del impuesto y no al tipo fijo de las rentas del ahorro y (ii) las pérdidas se podrían compensar con las restantes rentas de la base imponible general, con el límite del 25 por 100 de estas.

En rigor, el vendedor de una opción no transmite un elemento patrimonial que tenía con anterioridad a la venta. En la terminología financiera el vendedor de opciones asume una posición corta («short sale») puesto que vende un activo o instrumento financiero que no tiene y que, de hecho, no existía con anterioridad a la operación. Una interpretación literal de la norma impondría considerar que estamos ante ganancias o pérdidas patrimoniales que se incluyen en la renta general, con las consecuencias apuntadas.

Sin embargo, creo que hay razones de peso para rechazar esta conclusión. Desde un punto de vista finalista no hay dudas de que el vendedor de opciones utiliza su capital de modo similar a un ahorrador. Para vender opciones es necesario depositar una garantía en el bróker que, aunque es variable, suele ser de un 25 por 100 del importe del precio del activo subyacente. De tal modo que una parte de su patrimonio queda «afecto» a garantizar estas operaciones. Se trata de una modalidad de inversión algo sofisticada, pero que no difiere mucho de otras fórmulas de ahorro.

Por lo demás, no parece que tenga sentido tratar de forma diferente al comprador de opciones que al vendedor. Son las dos partes del mismo contrato y, por tanto, las ganancias o pérdidas patrimoniales de ambos deben tener el mismo tratamiento fiscal. Además, hay numerosas estrategias con opciones que exigen la compra y venta simultánea de opciones (*ratio spread, backspread, butterflies, calendar spreads, vertical spreads...*). Si se diera un tratamiento asimétrico a ambas «patas» de la estrategia se generarían importantes oportunidades de arbitraje fiscal. Se favorecerían las estrategias que generan la pérdida en el «short side» mientras que las ganancias se situarían en el «long side». Semejante fiscalidad sería, con certeza, muy lesiva para los intereses de la Hacienda Pública y, desde luego, no sería neutral en el tratamiento fiscal del ahorro.

La tercera y última posibilidad que se presenta al vendedor de opciones es que no cierre la posición antes del vencimiento y la opción expire ITM.

En el caso de la venta de una opción Call, el vendedor estará obligado a entregar el subyacente al precio de ejercicio. La prima recibida debería considerarse como un concepto integrante del valor de transmisión del subyacente.

#### EJEMPLO 10:

##### **Venta de 1 Call TEF Dic 2011 15 @ 2.**

Venta de una opción Call sobre acciones de Telefónica con vencimiento en diciembre y precio de ejercicio 15 euros, cobrando una prima de 2 euros. El tercer viernes de diciembre, fecha del vencimiento del contrato, las acciones de Telefónica están cotizando a 18 euros,

.../...

.../...

por lo que la opción es ejercitada por el tenedor. El vendedor debe entregar 100 acciones de Telefónica a 15 euros, luego el precio total de venta será de 1.500 euros. Si no tenía dichas acciones en cartera («uncovered short sale») tendrá que acudir al mercado y comprarlas por lo que están cotizando en ese momento, es decir,  $18 \text{ €} \times 100 = 1.800$ . Por lo tanto, tiene una pérdida total de 300 euros en la operación. No obstante, como cobró 200 euros por la venta de la opción ( $2 \times 100$ ) el precio de venta sería de 1.700 euros. La pérdida global es tan solo de 100 euros.

En este mismo ejemplo, si el vendedor de la Call ya tenía en su cartera las acciones de Telefónica (esto es, se trataba de una «covered short sale»), la ganancia o pérdida patrimonial será la diferencia entre el valor de adquisición de dichas acciones y el precio de venta (precio de ejercicio más la prima).

En el caso de venta de una opción Put, el vendedor estará obligado a comprar el subyacente al precio de ejercicio. La prima recibida debería minorar el valor de adquisición a efectos del cómputo de la ganancia o pérdida patrimonial que obtenga en el futuro cuando venda el subyacente.

#### EJEMPLO 11:

##### **Venta de 1 Put TEF Dic 2011 15 @ 2.**

Venta de una opción Put sobre acciones de Telefónica con vencimiento en diciembre y precio de ejercicio 15 euros, cobrando una prima de 2 euros. El tercer viernes de diciembre, fecha del vencimiento del contrato, las acciones de Telefónica están cotizando a 10 euros, por lo que la opción es ejercitada por el tenedor. El vendedor de la Put debe comprar 100 acciones de Telefónica a 15 euros, luego el precio de la compra será de 1.500 euros. No obstante, como cobró 200 euros por la venta de la opción ( $2 \times 100$ ) el precio de compra real sería de 1.300 euros, es decir, de 13 euros por acción. En ese momento el vendedor de la Put (y comprador del subyacente) tiene una pérdida latente de 300, ya que las acciones están cotizando a 10 euros.

### 3. OPTIMIZACIÓN FISCAL MEDIANTE EL USO DE OPCIONES FINANCIERAS

La utilización de opciones permite mejorar la rentabilidad financiero-fiscal de determinadas inversiones. A continuación se exponen algunas de las técnicas que se pueden utilizar para diferir el pago de impuestos utilizando opciones financieras. La normativa española no contiene normas espe-

cíficas anti-elusión que impidan la utilización de estas estrategias de inversión, lo que no significa que no puedan ser combatidas por parte de los órganos encargados de la aplicación de los tributos apelando a las normas generales contenidas en la Ley General Tributaria, esto es, las contenidas en los artículos 13, 15 y 16 de la Ley General Tributaria.

### 3.1. «Wash sale rules»

El artículo 33.5 f) de la Ley del IRPF no permite computar pérdidas patrimoniales cuando estas pérdidas resulten de la transmisión de valores cotizados cuando el contribuyente hubiera adquirido valores homogéneos dentro de los dos meses anteriores o posteriores a la transmisión que generó la pérdida.

Lo que la norma trata de evitar es que el contribuyente realice minusvalías latentes (generalmente hacia finales de año) que minoren su base imponible para adquirir seguidamente –incluso el mismo día– los valores vendidos. A este respecto se impone un periodo de espera de dos meses para que se puedan computar dichas pérdidas.

El problema al que se pueden enfrentar los inversores es que en dos meses las circunstancias del mercado pueden cambiar radicalmente, de forma que la ventaja fiscal que pudieran haber obtenido no les compense; por ejemplo, pierdan un rebote del valor cuando no están invertidos en el mismo como consecuencia del periodo de espera.

Se trata pues de diseñar una estrategia que permita computar las pérdidas a efectos fiscales manteniendo una posición equivalente en los valores vendidos. Las opciones permiten obtener este resultado sin dificultad.

A este respecto hay que tener en cuenta que las acciones y las opciones Call o Put sobre dicho subyacente en ningún caso pueden considerarse valores homogéneos. Las opciones no confieren los mismos derechos políticos ni económicos que las acciones. El titular de una opción no tiene derecho de voto en las juntas generales de accionistas y tampoco recibe dividendos. Las opciones son instrumentos financieros derivados no asimilables en ningún caso al activo subyacente. Por esta razón su utilización no desencadena las consecuencias señaladas en el artículo 33.5 f) de la Ley del IRPF.

Muchas legislaciones más avanzadas que la española equiparan la compra de opciones Call a la compra del subyacente a efectos de las normas anti-lavado o «wash sale rules», en especial, si las opciones están ITM. Pero la normativa española exige que los valores sean homogéneos, lo que posibilita la utilización de opciones.

Para sortear la aplicación de las normas anti-lavado se pueden utilizar opciones Call u opciones Put.

La opción más sencilla es adquirir opciones Call ITM sobre las acciones vendidas. A este respecto conviene recordar que las opciones ITM, en particular las que DITM «deep in the money» tienen una delta cercana a 1, por lo que su valor se mueve euro por euro con el subyacente. Por cada euro que suban o bajen las acciones del subyacente, la opción subirá o bajará también un euro.

**EJEMPLO 12:**

Se adquieren 500 acciones de Telefónica a 20 euros la acción. A 31 de diciembre de 2010 las acciones están cotizando a 13 euros, lo que supone una minusvalía latente de 7 euros por acción (3.500 € en total). Al inversor le interesaría realizar esa pérdida para compensar otras ganancias patrimoniales obtenidas en el periodo impositivo, pero no quiere estar fuera del valor porque cree que la cotización puede experimentar un fuerte rebote a corto plazo.

La estrategia sería vender 500 acciones de Telefónica a 13 euros y simultáneamente comprar 5 opciones Call con precio de ejercicio 10 y vencimiento en marzo de 2011. Estas opciones están DITM (delta próxima a 1) por lo que se revalorizarán prácticamente lo mismo que las acciones de Telefónica. La prima que habrá pagado el inversor por la compra de las opciones Call será de, aproximadamente, 3,5 euros. En marzo, las acciones de Telefónica cotizan a 18 euros y el inversor ejercita las opciones. Las acciones de Telefónica se adquieren al precio de ejercicio de la opción (10 €) con lo que el coste de adquisición de cada acción será de 10 euros más los 3,5 euros pagados por la opción Call. En total 13,5 euros que es aproximadamente el mismo precio por el que vendió las acciones de Telefónica en diciembre del año anterior.

Esta estrategia permite al inversor realizar la pérdida a efectos fiscales pero seguir invertido en el subyacente como si no hubiera tenido lugar la venta.

Las legislaciones que, con toda lógica, consideran que la compra de opciones Call es equivalente a la adquisición del subyacente, impiden la realización de la estrategia descrita. En esos casos la alternativa sería la venta del subyacente y la simultánea venta de una opción Put ITM. De tal manera que el inversor volverá a disponer de las acciones vendidas en cuanto la opción se ejercite por el tenedor.

**EJEMPLO 13:**

Se adquieren 500 acciones de Telefónica a 20 euros la acción. A 31 de diciembre de 2010 las acciones están cotizando a 13 euros, lo que supone una minusvalía latente de 7 euros por acción (3.500 € en total). Al inversor le interesaría realizar esa pérdida para compensar otras ganancias patrimoniales obtenidas en el periodo impositivo, pero no quiere estar fuera del valor porque cree que la cotización puede experimentar un fuerte rebote a corto plazo.

La estrategia sería vender 500 acciones de Telefónica a 13 euros y simultáneamente vender 5 opciones Put con precio de ejercicio 20 y vencimiento en marzo de 2011. La prima que habrá cobrado el inversor será de, por ejemplo, de 7,5 euros. En marzo, las acciones de Telefónica cotizan a 18 euros y el titular de las Put las ejercita vendiendo 500 acciones

.../...



.../...

de Telefónica a 20 euros. Nuestro inversor adquiere las acciones de Telefónica al precio de ejercicio de la opción (20 €) del que hay que deducir la prima de 7,5 euros que cobró por la venta de las Put. En consecuencia, el coste de adquisición total sería de 12,5 euros que es solo algo menor que el precio por el que vendió las acciones de Telefónica en diciembre del año anterior.

Para terminar con las posibles estrategias para sortear las normas anti-lavado, se suscita la cuestión de la homogeneidad entre las distintas clases de opciones. Aunque las opciones y las acciones no son valores homogéneos, las opciones sí que podrían serlo entre sí. Es decir, si la venta de una opción origina una pérdida pero en el plazo de dos meses anteriores o posteriores se ha adquirido otra opción que se reputa homogénea a la que ha originado la pérdida, cabría entender que entra en juego la aplicación del artículo 33.5 f) de la Ley del IRPF.

En sentido estricto, en mi opinión, solo cabe entender que son homogéneas las opciones de la misma clase que tengan el mismo subyacente, el mismo vencimiento y el mismo precio de ejercicio. Es decir:

- a) Una opción Call nunca es homogénea con una opción Put.
- b) Una opción Call sobre acciones de Telefónica no es homogénea con una opción Call sobre acciones de Iberdrola.
- c) Una Call sobre Telefónica con vencimiento en enero no es homogénea con una Call sobre Telefónica con vencimiento en marzo.
- d) Una Call sobre Telefónica con precio de ejercicio 15 euros no es homogénea con una Call sobre Telefónica con precio de ejercicio 16 euros.

En una futura regulación de esta materia sería importante clarificar este extremo, ya que las estrategias de *roll over* (*roll up*, *roll down* y *roll forward*) con opciones son muy utilizadas, tanto por inversores institucionales como por particulares.

### 3.2. Diferimiento de ganancias patrimoniales

Un escenario frecuente es que al inversor le interese asegurar la ganancia latente de una inversión, pero el impacto fiscal de la venta inmediata de la misma sea elevado. En consecuencia, le interesaría asegurar el beneficio obtenido pero diferir el pago del impuesto.

El mero diferimiento del pago de un tributo ya supone una ventaja fiscal. En ocasiones, este diferimiento va acompañado de ventajas fiscales adicionales muy importantes como la eventual apli-

cación de tipos impositivos más reducidos –al recharacterizar una ganancia patrimonial a corto plazo en otra a largo plazo– o la posibilidad de compensar esta ganancia con otras rentas (por ejemplo, el inversor tiene pérdidas patrimoniales a largo plazo que solo puede compensar con ganancias de la misma naturaleza).

Con la Ley del IRPF actualmente en vigor, la única ventaja que puede obtener un inversor residente en España es el diferimiento impositivo, ya que las ganancias y pérdidas patrimoniales se compensan entre sí sin que el plazo de generación de las mismas imponga ninguna restricción al respecto; por otra parte, todas las ganancias/pérdidas patrimoniales que se integran en la renta del ahorro se someten al mismo tipo de gravamen (19% – 21%). No obstante hasta hace muy poco no era así, ya que las ganancias patrimoniales a largo plazo (un año o más) se integraban en la base imponible especial (gravada al tipo fijo del 15%), mientras que las ganancias patrimoniales a corto plazo se integraban en la base imponible general y se gravaban a la tarifa general. Y, por otra parte, las pérdidas patrimoniales a largo plazo solo se podían compensar con ganancias patrimoniales a largo plazo.

En cualquier caso, dada la variabilidad de la normativa tributaria, conviene conocer alguna estrategia que permita obtener los objetivos señalados. Esta estrategia se conoce como «covered short sale». Consiste en vender opciones Call ITM que están cubiertas por las acciones que el inversor tiene en cartera y que acumulan plusvalías latentes que el inversor quiere asegurar.

#### EJEMPLO 14:

En febrero de 2010 se adquieren 500 acciones de Telefónica a 15 euros la acción. A 31 de octubre de 2010 las acciones están cotizando a 20 euros, lo que supone una plusvalía latente de 5 euros por acción (2.500 € en total). Al inversor le interesaría asegurar ese beneficio porque cree que las acciones no tienen más recorrido al alza, pero le con vendría más imputar la ganancia a efectos fiscales al periodo impositivo 2011.

La estrategia sería vender 5 opciones Call con precio de ejercicio 15 y vencimiento en 2011. La prima que habrá cobrado el inversor por la venta de las opciones Call será de, por ejemplo, de 5,5 euros. En marzo, las acciones de Telefónica siguen cotizando a 20 euros y el comprador de la Call ejercita las opciones obligando a nuestro inversor a vender 500 acciones de Telefónica al precio de 15 euros cada una. El precio total obtenido por el inversor es de 20,5 euros por acción (15 € por la venta de la acción + 5,5 euros por la venta de la Call). Puesto que el valor de adquisición de las acciones es de 15 euros, la ganancia patrimonial es de 5,5 euros por acción, que se imputa al periodo impositivo 2011.

Al vender la Call «deep in the money» en octubre el inversor se asegura prácticamente el beneficio generado hasta esa fecha, pero difiere su reconocimiento a efectos fiscales hasta el periodo 2011. No obstante, si desde que vende la Call hasta su vencimiento el valor de las acciones de Telefónica cayera por debajo de 14,5 euros, el inversor perdería parte de ese beneficio.

Por esta razón la normativa americana que, en general, no permite utilizar esta estrategia para «ampliar» el plazo de generación de ganancias patrimoniales, establece una excepción cuando desde la venta de la Call hasta vencimiento el plazo supera los 90 días. Este plazo es suficientemente largo como para que puedan pasar muchas cosas en el mercado. Téngase en cuenta que en Estados Unidos las ganancias patrimoniales a largo plazo se gravan al 15 por 100, mientras que las obtenidas a corto plazo se gravan al 35 por 100, por lo que la cuestión del plazo de generación de las ganancias patrimoniales tiene la máxima importancia.

La normativa australiana es incluso más sofisticada en este punto. En lugar de atender al plazo de vigencia de la opción acude al concepto de delta. De tal forma que cuando una posición es «delta neutral», se considera compensada e impide la obtención de la ventaja que persigue el operador, en este caso, la ampliación del plazo de generación de la ganancia patrimonial. En el caso de *covered short sale* la posición será prácticamente delta neutral si la Call vendida está DITM. La delta del subyacente es siempre y por definición de 1, mientras que la delta de la venta de una Call DITM será próxima a -1. Por tanto, la posición delta global en el momento de la venta de la Call es cercana a cero, esto es, delta neutral.

### 3.3. Optimización fiscal en estrategias combinadas (*spreads*)

Los inversores y operadores en opciones emplean con mucha frecuencia *spreads*. Los *spreads* son posiciones en las que el inversor compra y/o vende varias «patas» de opciones con relación a un mismo subyacente. Los *spreads* son utilizados con más frecuencia por inversores profesionales, ya que reducen el riesgo global de determinadas posiciones, mejorando el binomio rentabilidad riesgo. Para describir esta estrategia fiscal tomaremos el ejemplo de uno de los *spreads* más utilizados, el *straddle*.

Comprar un *straddle* consiste en comprar una opción Call y una opción Put sobre la misma acción. Ambas opciones tienen el mismo vencimiento y precio de ejercicio.

#### EJEMPLO 15:

Telefónica está cotizando a 15 euros y en las próximas semanas va a anunciar resultados. Un inversor considera que estos resultados van a sorprender al mercado, pero no está seguro de si de forma positiva o negativa. Decide por tanto comprar la siguiente combinación de opciones:

- Compra 1 Call TEF Ene 2012 15 @ 1,5.
- Compra 1 Put TEF Ene 2012 15 @ 1,4.

La compra simultánea de estas dos opciones crea un *straddle*. El *straddle* le ha costado 2,9 euros (es decir, 290 € en total). Puesto que Telefónica cotiza a 15 euros en el momento de adquirir el *straddle*, el inversor necesita que a vencimiento las acciones de Telefónica

.../...

.../...

están cotizando por encima de 17,9 ( $15 + 2,9$ ) o por debajo de 12,1 ( $15 - 2,9$ ) para obtener beneficios. En el primer caso la opción Put expirará sin valor, pero la Call valdrá más de 2,9, que es el coste conjunto de las dos opciones que compró. En el segundo caso la Call expirará sin valor, pero la Put valdrá más de 2,9, que es el coste conjunto de las dos opciones que compró. En definitiva, el comprador de una *straddle* siempre perderá en una de las patas y ganará en la otra. Obviamente el éxito de la estrategia depende de que lo que se gane en la pata ganadora de la combinación compense lo que se pierde en la pata perdedora.

Desde el punto de vista fiscal la operativa parece evidente; se trata de anticipar la pérdida de la opción de la pata perdedora y diferir el reconocimiento de la ganancia latente en la opción de la pata ganadora.

En el ejemplo anterior, si las acciones de Telefónica cotizan en diciembre de 2011 a 18 euros, los valores de las opciones bien podrían ser los siguientes:

- Call TEF Ene 2012 15 @ 4.
- Put TEF Ene 2012 15 @ 0,5.

El *straddle* tiene un valor de 4,5 euros, por lo que si el inversor cierra su posición obtendría un beneficio de 1,6 euros ( $4,5 - 2,9$ ). Sin embargo, fiscalmente podría ser más eficiente realizar la pérdida de la opción Put, vendiendo la Put por 0,5 lo supone una pérdida de 0,9 ( $1,4 - 0,5$ ) y mantener la posición en la Call que en ese momento tiene una plusvalía latente de 1,5 euros ( $4 - 2,5$ ). De tal forma que la ganancia se realizará cuando se venda la Call en el periodo impositivo 2012.

La normativa norteamericana no permite realizar esta estrategia fiscal. Existen reglas muy complejas para regular lo que denomina «offsetting positions». De tal forma que cuando dos posiciones se compensan creando una disminución del riesgo, no se permite el reconocimiento fiscal de las pérdidas de la pata perdedora hasta que no se cierra la pata ganadora, de tal forma que solo se computa el resultado neto de la estrategia en el periodo impositivo en que dicha estrategia se cierra definitivamente.

Una forma muy sencilla de determinar cuándo dos posiciones se compensan reduciendo el riesgo consiste en cuantificar la delta global de la posición. Si la posición global es «delta neutral», quiere decir que el riesgo de ambas patas se compensa. Por ejemplo, en el *straddle* anterior, la Put tendrá una delta de  $-0,5$  aproximadamente, mientras que la Call tendrá una delta de  $0,5$ , por lo que la suma algebraica de la delta de ambas patas es de cero, esto es, delta neutral. En efecto, al comprador de un *straddle* le da igual que el subyacente suba o baje de precio. Lo único que le importa es que suba o baje mucho, esto es, en términos más ortodoxos, que la volatilidad real sea superior a la volatilidad implícita a la que compró las opciones.