

Short selling, préstamos de valores e ignorancia

Carlos Arenillas Lorente¹

Para que un mercado de valores funcione eficientemente se requieren muchas cosas. Entre ellas que los inversores puedan apostar/invertir/especular sobre el valor esperado de los activos financieros y que la información necesaria no sea asimétrica ni incompleta.

Soy un claro partidario de que los mercados cuenten con instrumentos para apostar a la baja sobre el precio de un activo, como por ejemplo las “ventas en corto” o *short selling*. Pero tengo algunos temores de que en el marco actual los mercados tengan ineficiencias (por ejemplo cierta dosis de ignorancia) que hagan que la actuación de algunos, e importantes, inversores bajistas puedan verse anormalmente favorecidas.

Un inversor razonable que piense que las acciones –utilizaré las acciones como ejemplo de activo financiero- de una compañía están sobrevaloradas puede hacer básicamente tres cosas:

1. Vender las acciones si las tiene y por supuesto no comprarlas si no las tiene.
2. Utilizar un producto derivado- por ejemplo un futuro- que se liquide por diferencias a través de mercados organizados. Bien para cubrirse del riesgo de depreciación si ya tiene acciones de esa empresa, bien para apostar a la baja sobre la evolución del precio de la acción si no las tiene.
3. Pedir a alguien que le preste las acciones y venderlas en el mercado confiando en que podrá recomprarlas a un precio más bajo y devolvérselas a su propietario original con un beneficio.

Las dos primeras opciones no plantean ningún problema. Pero desde hace años la tercera me ha producido inquietud. Algo que siempre he achacado a mi ignorancia, al confuso estado de la regulación del préstamo de valores, y a la pobre y oscura información estadística sobre esta importante zona de los mercados.

¿Cómo se articula la opción 3?

Les aseguro que lo normal no es llamar a algún accionista de la empresa y pedirle sus acciones en préstamo, pero imaginemos una conversación entre las dos partes sobre este asunto. Uno será un inversor bajista (IB) y el otro un accionista razonable (AR).

IB: Mire usted, me gustaría que me prestara las acciones que usted tiene.

AR: (algo mosca) Perdona mi curiosidad pero ¿para qué y por qué quiere usted mis acciones?

IB: Es que creo que sus acciones valen menos y me gustaría venderlas

AR: (algo pasmado). ¡Ah, claro! ¿y por qué cree usted eso?

Ahorro el análisis que el inversor bajista le expone al accionista razonable y que no afecta al argumento de este artículo, aunque daría para mucho.

Nuestro AR, una vez escuchadas las razones de IB, puede hacer dos cosas.

1. Si le han convencido las razones de IB, procederá a vender inmediatamente sus acciones. Si la decisión se demuestra acertada enviará un buen jamón a ese alma de Dios que le llamó para sacarle de su error.
2. Si no le han convencido puede a su vez hacer dos cosas:
 - a. Llamar a IB e intentar sacarle de su error para que no incurra en pérdidas. Esto es poco probable, me temo.
 - b. Prestarle las acciones, pidiendo a cambio las garantías suficientes y, muy importante, poniendo un precio al préstamo.

Supongamos que AR opta por prestarle las acciones a IB para que las venda. ¿cuál será el precio de esa transacción?.

¹ Economista y *trustee* del IVSC (International Valuation Standards Council)

Digamos que el precio del préstamo debería estar en función de tres cosas: del tipo de interés libre de riesgo (el repo por ejemplo), de la variación (final) del valor de la acción y del riesgo de que los valores no sean devueltos. Obviamente el precio se fijará en el mercado de acciones para “prestar” en función de la demanda y oferta. Conviene recordar que ahora mismo el tipo de interés del repo es casi 0 en muchos países del mundo.

Pero ¿cómo funciona todo esto en la realidad?

Los inversores minoristas (personas físicas) o institucionales (fondos de pensiones e inversión básicamente) depositan sus acciones en una entidad depositaria (en general un banco que se encarga de custodiarlos, cobrar los dividendos, etc. y que cobra por este servicio). *State Street Bank* es el mayor depositario de EEUU y posiblemente del mundo, *Lehman Brothers* era un banco muy activo en el préstamo de valores.

Los inversores bajistas (IB) se dirigen a los depositarios, que suelen ser grandes silos de valores, y formalizan con ellos el préstamo. Se supone que la “fórmula” para determinar el precio del préstamo es similar a la que hemos comentado y que las leyes de la oferta y la demanda siguen funcionando.

Para que esta situación funcione correctamente y no implique un mal funcionamiento del mercado nuestro AR debe tener un contrato con el depositario que autorice a éste a prestar sus valores. A un precio, claro está, que debe ser conocido.

Desde ese momento el depositario pasa a ser el que decide si prestar, o no, los valores de AR (conviene no olvidar que el préstamo de valores implica la plena cesión de la propiedad de las acciones y esto conlleva riesgos) y a gestionar diligentemente y en el mejor interés de AR los préstamos que realice. Esto implicaría que para calcular el precio del préstamo habrá que incluir los costes del depositario que también, lógicamente, cobraría por esta gestión de prestar los valores de sus clientes

Y aquí es donde anidan mis temores. ¿Saben los diversos AR si han autorizado a sus bancos depositarios a prestar sus acciones? , ¿son informados de a qué precio se prestan sus acciones?, ¿cuánto obtiene el depositario y cuanto AR de esta actividad?

Si la respuesta es “no” a las tres preguntas, o a alguna de ellas, ya no estaríamos hablando de un accionista razonable (AR) sino de un accionista ignorante (AI) o incauto, y no califico al depositario. Y como nos dice la teoría económica, con información inexacta o asimétrica los mercados financieros se alejan de la eficiencia y, a veces, pueden entrar en situaciones de inestabilidad que, como en la crisis que padecemos, pueden llegar a afectar muy seriamente a las economías.

En España los fondos de inversión no están autorizados, aún, a prestar los valores de sus fondistas. Pero no es ésta la práctica habitual en otros países de la UE y en EEUU. Además en los mercados existen cadenas de sub-depositarios que enturbian las relaciones contractuales entre los accionistas y los depositarios. La regulación del préstamo de valores no está armonizada en los países desarrollados, lo cual plantea riesgos no menores para la estabilidad financiera. Y la información es escasa y confusa. Todo ello debería afrontarse dentro de la agenda de trabajo del G20 para construir una arquitectura financiera más sólida.

Entre tanto, me parece que sería muy conveniente que los inversores de todo el mundo, minoristas o institucionales, procuraran estar bien informados sobre a qué precio y en qué condiciones se prestan sus valores, y que los supervisores financieros recabaran información más precisa sobre esta importante actividad.