Cantillon y la hostilidad hacia los *short sellers*

Las ventas bajistas o a corto, denominadas en inglés *short selling*, consisten en pedir acciones prestadas para venderlas en el mercado con la esperanza de recomprarlas en el futuro a un precio menor y devolverlas a su propietario, cosechando un beneficio por la caída de su cotización. Independientemente del juicio que susciten, y como veremos existe un vivo debate al respecto, tales operaciones son cualquier cosa menos nuevas.

Un economista y especulador irlandés, Richard Cantillon, practicó este juego en la Francia de comienzos del siglo XVIII, donde brilló fugazmente la estrella del economista, banquero y aventurero escocés John Law y la Burbuja del Misisipí, un célebre episodio especulativo que Law organizó en torno a su Compagnie d’Occident, fundada en 1717 y rebautizada dos años más tarde como Compagnie des Indes. Todo descansaba, como casi siempre, en el intervencionismo público. Law consiguió de su amigo el Duque de Orléans, regente de Francia, la concesión del monopolio exclusivo del comercio colonial galo y del desarrollo de los territorios franceses en el valle del Río Misisipí. La esperanza que todo esto suscitó llevó a una frenética ola de compras de acciones en la Bolsa.

En el año 1720 Cantillon prestó unas 40.000 libras esterlinas a unas personas, en su mayoría miembros de la nobleza inglesa, para que adquiriesen acciones de la compañía, cuya cotización todo el mundo esperaba que siguiera subiendo. Las acciones quedaron depositadas como garantía de devolución de los préstamos en la empresa de Cantillon. El irlandés, que sospechaba que la Compañía del Misisipí tenía la consistencia de una frágil burbuja, como que quebró ese mismo año, vendió rápidamente esas acciones, sin conocimiento de sus dueños, y, dice Hayek, “invirtió el dinero obtenido en títulos denominados en esterlinas y sólo conservó una cantidad de acciones necesarias para entregarlas a quien pudiera demandárselas”.

Cuando todo estalló, Cantillon exigió la devolución de los préstamos. Los prestatarios que pagaban recibían de vuelta su garantía, pero en unas acciones devaluadas que Cantillon recompraba en cada momento en el mercado, obteniendo un enorme beneficio puesto que las había vendido en el momento más alto de su cotización. Tuvo muchos problemas y demandas, que relata Antoine Murphy en su extraordinaria biografía, y finalmente tuvo que marcharse de Francia. Moriría en un misterioso incendio en su casa londinense en mayo de 1734.

Varias personas lo demandaron por haber practicado el *short selling* y él se defendió alegando, apunta Hayek, que “las acciones no le habían sido entregadas haciendo constar el número de serie y no eran por tanto un depósito en sentido estricto sino una entrega indiferenciada, con lo que ningún cliente tenía derecho a reclamar unas acciones concretas”. Cantillon reclamó su derecho a recuperar el dinero prestado entregando acciones devaluadas con el argumento que se trataba de bienes fungibles, dice Huerta de Soto. Los prestatarios, por su parte, insistieron en que Cantillon había operado a sus espaldas y en que ellos tenían derecho a los beneficios que el irlandés había cosechado, y lo demandaron por fraude y usura en París y Londres. Hayek recuerda que en la mayoría de los juicios ganó Cantillon. Hoy seguramente tendría tantos problemas como entonces, o más, porque las ventas a corto han sido prohibidas en varios países.

Se denomina venta a corto o *short selling*, por tanto, a la venta de un instrumento financiero que el vendedor no posee, para recomprarlo más tarde a un precio menor. Es lo contrario de lo habitual, donde el inversor está “largo”, porque compra un activo esperando que su precio suba. El vendedor a corto puede pedir prestado o alquilar el activo que vende a corto, y más tarde lo recompra para devolverlo al propietario. Esa recompra se denomina cubrir la posición. El riesgo del *short seller* es evidente si los precios no bajan como él espera, o suben. Una forma de “estar corto” es comprar opciones “put”, que es el derecho a vender un activo en determinada fecha a determinado precio, con lo que el titular de la opción gana si el precio del activo baja. Análogamente, una posición corta en un contrato de futuros significa que el titular debe vender el activo subyacente en una fecha futura, para cubrir la posición.

Es claro que todos los interesados en que las acciones suban son poco partidarios de los *short sellers*. Otro tanto sucede con las autoridades, sobre todo en momentos de crisis.

Pero Gary Palles, del Mises Institute, razona que no hay nada malo en el *short selling*, una actividad que incentiva el descubrimiento de datos valiosos sobre las empresas. “Cuando la información o el análisis de unas personas las lleva a conclusiones negativas sobre un negocio, las ventas bajistas les permiten comunicar sus expectativas poco optimistas a otros, y ganar si anticipan la dirección del mercado”. Nótese que sólo ganan si aciertan antes que los demás, y en el proceso “benefician a los demás revelando información acertada antes de lo que sucedería en otro caso, reduciendo los errores que la gente podría cometer”. Las ventas a corto vendrían a ser como las OPAs hostiles, también rechazadas por los malos gestores, por las mismas razones. El argumento de que no se puede vender lo que no se tiene es erróneo. Lo hacen desde antiguo los agricultores con sus cosechas. Si un especulador que cree que unas acciones van a subir puede pedir dinero prestado para comprarlas hoy y venderlas más adelante, el que cree que van a bajar tiene que poder pedir acciones prestadas para venderlas hoy y recomprarlas más adelante.

Cabría plantear una excepción, que son las ventas a corto al descubierto, *naked short selling*, en las que el especulador vende unas acciones a corto antes de haberlas efectivamente pedido prestadas al propietario de las mismas: no hay realmente títulos en el origen de la operación, con lo que las transacciones no pueden completarse hasta que el especulador cubra su posición comprándolos; si las acciones suben en vez de bajar, puede que el especulador no sea capaz de comprarlas y que las personas que le prestaron el dinero se encuentren con que no tienen las acciones. En Estados Unidos y otros países esta actividad está limitada o directamente prohibida, como en España. La SEC americana la prohibió en 2008, porque se argumentaba que las ventas al descubierto habían precipitado el colapso de Lehman Brothers, y que en general daña a las empresas en dificultades que buscan capital. Si estas ventas están prohibidas, ello significa que los especuladores deben localizar y pedir prestadas las acciones antes de venderlas a corto. Una excepción serían las operaciones intradía: se venden las acciones al abrir el mercado y se recompran a lo largo de la misma sesión, con lo que no hay denuncias ni alarmas en Iberclear, que se encarga de casar y liquidar las operaciones.

Las ventas a corto en general tienen pésima prensa. John Mack, consejero delegado de Morgan Stanley, aseguró que esas ventas, en especial las ventas al descubierto, son las culpables de la crisis financiera: “Estamos en medio de un mercado controlado por el miedo y los rumores, y los inversores que hacen apuestas bajistas están provocando el desplome de nuestra cotización”. El diario *El Economista* bautizó esas operaciones como “dardos que buscan hacer diana en el mal ajeno”. Y el diario *Negocio* dijo: “Para el conjunto de los supervisores bursátiles, las posiciones cortas han sido las culpables del derrumbe de los valores financieros en el mercado en la crisis surgida tras la quiebra del banco de inversión estadounidense Lehman Brothers”.

Hubo una suspensión temporal de las ventas a corto en EE UU y el Reino Unido, pero cuando la suspensión terminó las acciones de los bancos continuaron hacia abajo durante un tiempo. Siempre se puede razonar, sin embargo, que esto no fue así por la intervención de las autoridades monetarias y bursátiles sino porque los bancos en ambos países estaban en una situación precaria. En España la CNMV no ha cambiado de criterio: sigue manteniendo la norma de que es obligatorio comunicarle las posiciones cortas sobre valores bancarios que superen el 0,25 % del capital. La lógica detrás de esto es que el regulador debe conocer qué se está haciendo con las acciones, igual que debe saberlo, por ejemplo, cuando se lanza una OPA. Siguen prohibidas en nuestro país, en cambio, las ventas al descubierto.

Pero también hay opiniones a favor del *short selling*. Argumentó el *Wall Street Journal* que la prohibición temporal de las ventas a corto al descubierto en EE UU exacerbó las fluctuaciones bursátiles, precisamente el problema que se suponía que iba a evitar. John de Zulueta defendió en *Expansión* a los vendedores a corto y pidió que no se les echara la culpa de la crisis a ellos sino a los reguladores y lo responsables de la expansión monetaria y crediticia. Carlos Arenillas expresó preocupación en *El País* por un asunto que remite al viejo Richard Cantillon y al siglo XVIII. Su duda estribaba en que los propietarios de las acciones no saben qué sucede con ellas, porque están en bancos depositarios que las custodian. Los inversores bajistas se dirigen a estas entidades depositarias y con ellas formalizan el préstamo. Apuntó Arenillas que para que esto funcione bien los accionistas deben haber autorizado a los depositarios a que presten sus valores. El punto crucial en el juego es el respeto, o no, de los titulares de las acciones. Escribió Teresa García-Milà en *Expansión*: “En esta cadena de propietarios, depositarios, prestamistas y operadores, puede ser que el propietario de las acciones no reciba en muchas ocasiones compensación alguna por el préstamo de sus acciones”.

¿Existe una doble moral a propósito de estas operaciones? El economista que escribe bajo el seudónimo de José María de Azpilcueta en *Libertad Digital* así lo cree, porque las compras apalancadas proliferaron sin oposición, mientras que las ventas a corto, que son la operación opuesta, son vilipendiadas: “La razón fundamental –afirman sus detractores– para exigir su prohibición es que las ventas a corto generan una espiral de sucesivos descensos en las cotizaciones y, como consecuencia, el mercado podría interpretarlo como una indicación infundada de la dudosa solvencia de la empresa o institución financiera en cuestión. Sin embargo, el principal argumento en contra de la prohibición de las ventas a corto es simple pero contundente: si una persona quiere vender una acción que ha recibido prestada, y sobre la que su propietario únicamente exige su devolución al final de un plazo acordado, esa persona está en su pleno derecho de vender y comprar la acción cuantas veces desee”.

Entre tanto, la responsabilidad de las autoridades en el inflado de las burbujas financieras queda, como siempre, oculta.