

¿Puede el mercado Sumar y Restar?

Acciones mal valoradas rompen las reglas de los mercados eficientes

Investigación de Owen A. Lamont y Richard H. Thaler

De acuerdo a la ley de un precio, activos idénticos deben tener precios idénticos. Detrás de esta ley está el principio de arbitraje, bajo el cual un inversionista compra y vende un mismo título a dos precios distintos para realizar un beneficio. En un mercado de capitales de buen funcionamiento, el arbitraje evita que la ley de un precio sea violada, y de hecho, violaciones a la ley son raramente observadas.

Considere a un inversionista que compra una onza de oro en Londres por \$100 y vende el oro en Nueva York por \$150, asegurándose un beneficio de \$50. Este es un ejemplo de arbitraje. Consecuentemente, el precio en Londres debiera subir, y el precio en Nueva York debiera bajar de modo que el arbitraje no sea posible en el tiempo.

Durante el auge reciente en las acciones tecnológicas, aparecieron varias violaciones a la ley de un precio, y los altos costos de transacción limitaron el arbitraje, permitiendo que estos errores de valoración persistieran.

Dos profesores de la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, Owen A Lamont y Richard H. Thaler, investigaron estos casos inusuales en su documento, "¿Puede el Mercado Sumar y Restar? Errores de valoración en ofertas públicas parciales de acciones de alta tecnología"¹.

Su estudio se centra en ofertas públicas parciales recientes de acciones tecnológicas en las cuales la casa matriz ha indicado su intención de escindir sus acciones remanentes. Lamont y Thaler examinan varios casos de acciones mal valoradas y documentan las fricciones del mercado que permiten que los precios sean incorrectos, concluyendo que dos cosas son necesarias para una valoración errónea: costos de negociación e inversionistas irracionales.

No Uno sino Dos Precios

Un ofrecimiento público parcial, se define como una IPO (oferta pública inicial) de las acciones (típicamente una participación minoritaria) en una compañía subsidiaria. Una escisión ocurre cuando la firma matriz entrega las acciones remanentes en la subsidiaria a los accionistas de la matriz.

El ejemplo más prominente de error en valoración en este estudio es el caso de Palm y 3Com. Palm, que hace las agendas electrónicas, era propiedad de 3Com, una compañía rentable que vendía sistemas y servicios de redes de computadores. El 2 de marzo del año 2000, 3Com vendió el 5 por ciento de su participación en Palm al público por medio de un IPO de Palm. Dependiendo de aprobación por parte del IRS (servicio de impuestos internos), 3Com planeaba escindir su inversión restante en Palm a los accionistas de 3Com antes de fin de año. Los accionistas de 3Com recibirían alrededor de 1.5 acciones

¹ "Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-Outs".

de Palm por cada acción de 3Com que poseían, de esta forma, el precio de una acción de 3Com debiera haber sido por lo menos 1.5 veces el precio de una acción de Palm. Los inversionistas podrían por lo tanto comprar acciones de Palm directamente o mediante la compra de las acciones incluidas en las acciones de 3Com. Considerando los otros activos rentables del negocio de 3Com, era esperable que el precio de 3Com estuviera por encima de 1.5 veces el de Palm.

El día antes del IPO de Palm, el precio de la acción de 3Com cerró en \$104.13. Después del primer día de ventas, la acción de Palm cerró en \$95.06, implicando que el precio de 3Com debiera haber saltado por lo menos a \$145, en cambio, 3Com cayó a \$81.81,

El día después del IPO, el error de valoración de Palm fue observado por el diario de Wall Street y por el New York Times. La naturaleza de este error de valoración era fácil de observar, sin embargo permaneció durante meses.

En los casos de ofrecimientos parciales de acciones, un "valor de resguardo" negativo indica un caso extremo de error de valoración. El valor de resguardo representa el valor independiente implícito de los activos de la casa matriz sin la subsidiaria, una proyección del valor de la compañía luego de que distribuya esas acciones.

En el caso de Palm y 3Com, después del primer día, el valor de resguardo de 3Com, representando todos los activos y negocios no Palm, era estimado en menos \$63 por acción, equivalente a un total negativo de \$22 mil millones de dólares. Puesto que los precios de las acciones no pueden ser negativos, un valor de resguardo negativo es altamente inusual.

Para estudiar este y otros casos de errores de valoración, Lamont y Thaler construyeron una muestra de todas las ofertas parciales de acciones entre abril de 1985 y mayo de 2000 usando una lista de Securities Data Corporation. Luego combinaron esta lista con información sobre escisiones previstas de la base de datos de Edgar de la SEC². La muestra final contuvo 18 casos a partir de abril de 1996 hasta agosto de 2000.

Para enfocarse en los casos con violaciones claras a la ley de un precio, buscaron casos potenciales de valores de resguardo negativos. Además de Palm, encontraron cinco otros casos inequívocos de valores de resguardo negativos en su muestra, todas acciones de tecnología: UBID, Retek, PFSWeb, Xpedior, y Stratos Lightwave. Aunque el número de valores de resguardo negativos no es significativo, incluso un solo caso plantea preguntas importantes sobre la eficiencia del mercado. El hecho de que existieran cinco otros casos de errores de valoración indica que el altamente publicitado ejemplo de Palm no era el único.

El patrón temporal de estos seis casos de valores de resguardo negativos sugiere que los resguardos comienzan generalmente siendo negativos, se aproximan gradualmente a cero, y eventualmente llegan a ser positivos. Esto implica que las fuerzas del mercado actúan para corregir los errores de valoración, pero lentamente, reflejando el funcionamiento aletargado del mercado de prestar acciones.

Problemas con la Venta en Corto

² Securities and Exchange Commission

Para determinar las maneras en que un inversionista podría beneficiarse de los errores de valoración, Lamont y Thaler probaron una estrategia de inversión de compra de acciones de la matriz y venta en corto de la subsidiaria, que en el papel rindió altos retornos con bajo riesgo para estos seis casos.

Para hacer una venta en corto de un título, un inversionista apuesta que la acción perderá valor y busca a una institución o individuo dispuesto a prestarle acciones de este título. El inversionista entonces toma prestadas las acciones, las vende a un tercero, y más tarde compra las acciones de vuelta, idealmente, a un precio menor para cubrir la venta corta. El comprar las acciones de vuelta a un precio menor rinde un beneficio para el inversionista inicial.

A pesar de que estas situaciones de resguardo negativo presentan oportunidades atractivas de arbitraje, los altos retornos que Lamont y Thaler calcularon son difíciles de obtener debido a problemas con la venta en corto de la subsidiaria.

Los principales obstáculos al arbitraje en estos casos son las limitaciones a la venta en corto, que hacen que ésta sea muy costosa o imposible. En algunos casos, las instituciones o los individuos pueden no estar dispuestos a prestar sus acciones a vendedores en corto, el costo de pedir prestada la acción puede ser demasiado alto, o la demanda por las acciones puede superar la oferta del mercado, creando un precio demasiado alto.

Muchos inversionistas estaban interesados en la venta en corto de las subsidiarias en los seis casos en análisis. En el caso de Palm, cuando el interés por la venta corta estaba en su pico, las ventas en corto eran un 147.6 por ciento, indicando que más de todas las acciones flotantes habían sido vendidas en forma corta. Dado que la acción típica presenta poco interés para la venta en corto, es extremadamente inusual que más del 100 por ciento de las acciones flotantes hayan sido usadas para venta en corto.

A medida que la oferta de acciones crece gracias a las ventas en corto, el valor de resguardo aumenta, indicando una menor demanda por parte de inversionistas irracionales, y causando que el valor de la subsidiaria caiga con respecto al valor de la matriz.

Luego, Lamont y Thaler estudiaron el mercado de opciones en busca de más evidencia acerca de cómo los altos costos de las ventas en corto eliminaban las oportunidades de arbitraje. Las opciones pueden facilitar las ventas en corto, ya sea porque las opciones pueden ser una manera más barata de obtener una posición corta, o porque las opciones permiten a inversionistas con limitaciones en ventas en corto negociar con otros inversionistas con mejor acceso a ellas.

En un mercado de opciones fiable, uno espera observar la llamada paridad Put-Call. Una Put es el derecho de vender una acción a un cierto precio, y una Call es el derecho de comprar una acción a un cierto precio. Estos dos derechos juntos permiten a un inversionista reproducir una acción por sí mismo, creando, por ejemplo, un título sintético idéntico a Palm. Bajo la ley de un precio, este grupo de títulos que replica a Palm debe tener el mismo precio que Palm.

Según Lamont, "el concepto de que un grupo de títulos deba tener exactamente el mismo precio de lo que replica es la cosa más fundamental de las finanzas, la ley de un precio".

Las opciones en Palm exhiben violaciones inusualmente grandes de la paridad Put-Call, con Puts alrededor de dos veces más caras que las Calls. Calculando el precio implicado por los títulos sintéticos, Lamont y Thaler encontraron que en marzo 16 del 2000, el precio de una acción corta sintética era cerca de \$39.12, muy por debajo del precio al que se negociaba la acción real de Palm, que era de \$55.2. Esta diferencia en precios indica una violación significativa de la ley de un precio, puesto que el título sintético valía un 29 por ciento menos que el título real.

Los precios de las opciones confirman que hacer una venta en corto de Palm era o increíblemente costoso o que había un gran exceso de demanda por pedir prestadas las acciones de Palm que no podía ser satisfecho por el mercado.

Lamont y Thaler escriben, "¿dado que el arbitraje no puede corregir los errores de valoración, por qué alguien compraría acciones sobre-valoradas?" Una explicación plausible es que el tipo de inversionista que compra la acción sobre-valorada es ignorante acerca del mercado de opciones y desconocedor de la alternativa más barata. Al mirar quiénes compran las acciones caras y cuanto tiempo mantienen sus posiciones, Lamont y de Thaler encuentran numerosos patrones consistentes con los inversionistas irracionales.

¿Problemas mayores para el mercado?

A pesar de que Lamont y Thaler no generalizan que éstas acciones sobre-valoradas reflejen problemas con los precios de todas las acciones, su evidencia genera dudas en la afirmación de que los precios de mercado reflejan los valores fundamentales porque estos casos debieran haber sido fácilmente corregidos por el mercado. Su análisis ofrece evidencias de que el arbitraje no siempre impone precios racionales.

Si los inversionistas irracionales están dispuestos a comprar Palm a precios altos poco realistas, e inversores racionales pero adversos al riesgo están poco dispuestos o son incapaces de vender en forma corta suficientes acciones, entonces dos precios inconsistentes pueden coexistir.

Una ley de la economía que todavía se mantiene es la ley de la oferta y la demanda, a saber que los precios son fijados donde el número de acciones demandadas iguala al número de acciones ofrecidas. Si los optimistas están dispuestos a apostar por acciones de moda, y no hay suficientes inversionistas dispuestos a igualar esa demanda mediante la venta en corto, entonces los optimistas fijarán el precio.

Según Lamont, "con respecto a las acciones tecnológicas en general, no pienso que había suficientes pesimistas vendiendo en corto el Nasdaq en marzo del 2000. Las limitantes a las ventas en corto que encontramos en Palm no eran ciertas para el Nasdaq entero. Habría sido más fácil, por ejemplo, el vender en corto el mercado entero con futuros, pero básicamente nadie vende en corto. Esto significa que en ocasiones los optimistas se vuelven locos, y las cosas quedan sobre-valoradas".

Lamont agrega, "no importa si usted es un ejecutivo que está haciendo una adquisición o que este comprando la acción para su propia cuenta, si la acción puede quedar sobrevalorada, la clave del éxito es identificar qué está sobre valorado y evitarlo".

Owen A. Lamont es profesor asociado de finanzas en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago. Richard H. Thaler es profesor Robert P. Gwinn de ciencias del comportamiento y economía del comportamiento en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago.