

LAS TORTUGAS DE BÓBOLI (TERCERA Y ÚLTIMA PARTE)

LOS PREDICAMENTOS DE LA INNOVACIÓN

Carlos Jaramillo

La innovación implica tres desafíos: sacarle partido económico, sortear sus efectos disruptivos y diseñar regulaciones para evitar que algunos actores usen ventajas producidas por las nuevas tecnologías para obtener beneficios cuestionables.

EL OBELISCO que está en la entrada de los jardines de Bóboli, en Florencia, apoyado sobre cuatro tortugas de bronce, ofrece una metáfora de la fragilidad de lo existente; en particular, del mercado mundial de bonos. Las tortugas representan los factores que pueden hacer tambalear ese gran obelisco de 180 billones de dólares: (1) los experimentos macroeconómicos de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón; (2) el desempeño de la economía de China en la próxima década; (3) el impacto de las innovaciones y los cambios tecnológicos en los mercados financieros, al cual se dedica este artículo; y (4) fenómenos impredecibles, como los desastres naturales o los vacíos en las regulaciones que permiten a pequeños grupos obligar al resto del mundo a participar en sus apuestas, como sucedió en la crisis financiera de 2008.

Campo minado

La prensa financiera actual permite identificar una especie de campo minado, en el cual es muy fácil pisar el lugar inadecuado y destruir importantes cantidades de valor que seguramente tomó años acumular.

La oferta de financiamiento barato, como consecuencia de la masiva inyección de recursos por los bancos centrales de Estados Unidos, Inglaterra y Japón (13,7 billones de dólares desde 2007); la presión que sufren los inversionistas institucionales para obtener mayores rendimientos en un mundo de bajas tasas de interés y la que sufren las grandes corporaciones que lideraron las olas de innovación de la década pasada para reproducir una y otra vez sus éxitos del pasado, producen situaciones que rompen esquemas de pensamiento vigentes durante muchos años y exigen flexibilidad al constituir carteras de inversión, sin tener claras referencias de los fenómenos contemporáneos.

Carlos Jaramillo, profesor del IESA

Hay un hecho que no ha cambiado: buena parte del éxito en los mercados financieros radica en identificar oportunamente en cuál sector de actividad se producirá la próxima ola de crecimiento económico y cuál vehículo de inversión se debe utilizar para lucrar de ella. El problema es que algunas de esas oportunidades se presentan en sectores nuevos, como pueden ser las redes sociales o la tecnología de impresión 3D, y mediante vehículos de inversión desconocidos o poco adecuados para muchos; por ejemplo, fondos de cobertura o capital de riesgo, o la compra de acciones de empresas de rápido crecimiento (por ejemplo, Facebook, Twitter, Yelp y LinkedIn) o desarrolladores de biotecnología y tecnología (Regeneron Pharmaceuticals, Netflix y Tesla Motors).

Cuando muchas nuevas oportunidades de inversión son finalmente asequibles al público, por medio de ofertas públicas iniciales (IPO, por sus siglas en inglés), se transan a precios tales que buena parte del beneficio es captado por los inversionistas que financiaron la fase previa a la oferta pública y los que compran los títulos en las primeras semanas de mercado secundario (transacciones posteriores al IPO) terminan en muchos casos haciendo las veces de tontos útiles. Quien compra títulos porque están de moda, sin el debido conocimiento o asesoría, con frecuencia termina perdiendo dinero.

La relación precio-ganancia (P/E), que es la razón entre el precio de una acción y las utilidades esperadas, se usa como medida aproximada para la identificación de valor. En todo caso, cuando este valor es alto (superior a 18) existe la posibilidad de que la acción tenga un enorme potencial de crecimiento o esté sobrevaluada. Por ello, cuando considere entrar como inversionista en una de estas nuevas industrias creadas por la innovación, no se extraña de encontrar P/E superiores a 100. Tales valoraciones solo se justifican si todos los supuestos sobre la implantación del modelo de negocio se cumplen razonablemente bien. Si bien este indicador no es en sí mismo un gran termómetro de creación de valor, sí puede ser el canario dentro de la mina del comportamiento irracional.

El conocimiento, extraña mercancía

En una entrevista ofrecida en marzo de 2014 al periódico español *El País*, Kenneth Arrow, el premio Nobel de economía estadounidense, señaló que había un área de su disciplina que le hubiese gustado profundizar: el papel del conocimiento en la economía. Según Arrow, muchos aspectos de la macroeconomía tienen que ver con el conocimiento, que se desempeña como una mercancía (tiene precio y utilidad); pero no se vende como cualquier otro producto, pues al transferirse no se pierde (su productor original puede seguir utilizándolo). Adicionalmente, el conocimiento no conoce de escalas: con el mismo diseño se pueden producir uno o un millón de productos y, para ello, no hacen falta otros diseñadores.

Arrow sostiene que debe haber conexiones entre el desempeño de esta mercancía tan especial y los ciclos económicos, pero que su pensamiento sobre el tema está lejos de ser una teoría. El gran desafío de los inversionistas en esta era de innovación es cómo sacar partido económico de las «plataformas» que se crean para desarrollar el conocimiento, esa extraña mercancía.

Es bien conocido el hecho de que los capitalistas de riesgo entran en distintas fases del proceso que comienza con el desarrollo de prototipos y termina con la venta de una empresa completa a un ente de mayor tamaño (como fueron los casos de WhatsApp, por 19 millardos de dólares, y Oculus VR, por dos millardos, a Facebook) o la venta en la

bolsa de un bloque importante de las acciones de una compañía al público en general (como Facebook, que colocó 421 millones de acciones en su IPO, con lo que su capitalización bursátil se fijó en 104 millardos de dólares).

Desde su creación en 2005, Facebook ha adquirido al menos otras diez compañías con diversos propósitos. La mayoría de las veces se busca incorporar un grupo de valiosos desarrolladores al equipo con que cuenta la compañía. No siempre se mantienen los productos que vienen con las adquisiciones o las licencias desarrolladas por estas.

Un fenómeno frecuente en el mundo de las innovaciones es que, mientras el modelo de negocio a partir del cual se espera rentabilizar la innovación no emerge claramente, existe un grupo de empresas que compiten por definir el estándar de la nueva industria, como vehículos en una pista

El gran desafío de los inversionistas en esta era de innovación es cómo sacar partido económico de las «plataformas» que se crean para desarrollar el conocimiento, esa extraña mercancía

de carreras, donde quien termine imponiendo su visión se quedará con un gran trozo del negocio y quedan muchos en el camino con sus máquinas fundidas o, dicho en otros términos, con inversiones hechas que no cumplirán las expectativas atribuidas a ellas.

En la fase de modelos emergentes de negocios, los analistas de la industria de inversión tienen poco que decir, porque muchos de los nuevos conceptos no tienen parangón en las realidades comerciales existentes. Por ello, no es de extrañar que, cuando el pasado febrero de 2014 Mark Zuckerberg anunció la compra de WhatsApp, la frustración de la prensa especializada fuera que, en la rueda de prensa convocada para ese anuncio, no dio métrica alguna que justificase tal desembolso. ¿Qué compró realmente Facebook? ¿Un líder en el segmento de mensajería móvil? ¿Acceso a una población más joven que no usa Facebook? ¿Acceso a una gran masa de población en los mercados emergentes?

A diferencia de compras previas, WhatsApp se mantendrá como una empresa independiente y Jam Korum, uno de sus fundadores y principal líder de la compañía, entrará al directorio de Facebook. Lo más parecido a una pista, sobre la creación de valor que trae consigo esta adquisición, es el hecho de que en los próximos años WhatsApp debe alcanzar un millardo de usuarios, y la empresa que logre conectar su cartera de productos a este número de personas controlará, según Zuckerberg, una empresa realmente valiosa. En el próximo quinquenio habrá cinco millardos de usuarios de teléfonos inteligentes y WhatsApp es de las pocas redes con capacidad para tomar una porción importante de este mercado. ¿Cómo rentabilizar esa red? Esa es la pregunta que los accionistas de Facebook esperan que Zuckerberg sepa responder.

La tecnología que nos arroja

La innovación crea efectos no solo no deseados sino también de difícil ubicación en las reglas de negocios convencionales. Un ilustrativo ejemplo de esta situación se encuentra en la reciente polémica sobre los sesgos que podrían haber creado en el mercado accionario de Estados Unidos las transacciones de los especuladores de alta frecuencia (HFT, por sus siglas en inglés).

Algunos fondos de inversión que usan la modalidad de HFT pagan a las bolsas de valores por tener acceso, primero que otros actores, a los flujos de órdenes de compra y venta de acciones aún no ejecutadas. A partir de estos datos, los HFT intentan predecir tendencias de movimientos de precios enviando una serie de órdenes de compra o venta, en la cual las primeras en ejecutarse dan señales de hacia dónde se mueven los precios, las no ejecutadas se cancelan y un se-

Un fenómeno frecuente en el mundo de las innovaciones es que, mientras el modelo de negocio a partir del cual se espera rentabilizar la innovación no emerge claramente, existe un grupo de empresas que compiten por definir el estándar de la nueva industria

gundo lote de órdenes basadas en la información extraída de las primeras transacciones es enviado a las bolsas de valores con el propósito de lucrar anticipándose al resto de mercado. El lapso en que transcurren tales eventos es de millonésimas de segundos y para que los HFT obtengan beneficios necesitan no solo acceso prioritario a los flujos de órdenes no ejecutadas, sino también que las órdenes que ellos generen se ejecuten antes de cualquier otra para capitalizar la identificación temprana de la tendencia de precios.

Los HFT logran la mayor velocidad de transmisión de datos porque construyen plataformas tecnológicas que pueden costar decenas de millones de dólares. Colocar órdenes de compra y venta varias millonésimas de segundo más rápidamente que el resto permite a estos inversionistas apropiarse de mínimas ganancias a expensas del resto del mercado. De no existir tal tecnología se habrían obtenido mejores precios de compra o venta para otros inversionistas institucionales.

Hay quienes consideran que la presencia de estos especuladores hace las veces de una especie de impuesto oculto al resto de los participantes del mercado. Se calcula que podría haber llegado a 165 millones de dólares diarios. Aquí hay un punto muy sutil. Las transacciones frecuentes extraen dinero de otros actores en transacciones individuales, pero crean una fuente constante de liquidez que permite reducir el diferencial de precios o *spread* (diferencia entre *bid* y *ask* que los intermediarios financieros cotizan en cada momento) y esta provisión de liquidez mejora los precios de compra y venta de los usuarios finales, en comparación con un escenario en que tal fuente de liquidez no existiese. La gran pregunta es si se justifica el costo de esta fuente adicional de liquidez.

La aparición del libro *Flash boys: a Wall Street revolt*, a comienzos de abril de 2014, del periodista Michael Lewis, que describe el impacto de los HFT en el mundo de los inversionistas institucionales, causó una fuerte reacción en la industria de inversión. En la semana siguiente al lanzamiento del libro, el Fiscal General de Estados Unidos, Eric H. Holder Jr., abrió una investigación en colaboración con la Comisión de Bolsa y Valores (SEC, por sus siglas en inglés) y la Oficina Federal de Investigación (FBI, por sus siglas en inglés) para determinar en qué medida esta estrategia constituye un delito.

Las investigaciones preliminares y las opiniones de los expertos sugieren que será muy difícil probar que las HFT constituyen delitos, pues el uso de información que ha sido adquirida legalmente a las bolsas de valores y se ha usado para transar no constituye una violación de las responsabi-

lidades fiduciarias. Los fondos de inversión no tienen tales responsabilidades, a diferencia de quienes forman parte del gobierno corporativo de las empresas sobre las cuales se hacen las transacciones u otros agentes, como los intermediarios financieros convencionales, que también tienen limitaciones sobre el uso de información privilegiada de las empresas para su beneficio.

Al no calzar estas conductas en las definiciones clásicas del uso de información privilegiada como delito se crea un gran desafío al sistema legal, el cual tendrá que crear nueva jurisprudencia. No existe un fraude porque, para que ello suceda, alguien debería ser privado de su propiedad como requiere la definición de fraude y, técnicamente, a nadie se le ha quitado nada. No se manipulan artificialmente los precios, porque quien transa no pretende que los precios se muevan; simplemente quiere acceder primero que otros a las transacciones que reflejan el comienzo de una tendencia, que tampoco es creada por los HFT. Lo que hay es una gran falta de equidad, como la que sucede cuando alguien no respeta la cola de entrada al cine y consigue mejores asientos que otros, pero el resto de los poseedores de tickets también entran a la sala de proyecciones.

En respuesta a las estrategias de HFT se creó, a finales de 2013, la IEX, la primera bolsa de valores poseída por compradores institucionales de títulos valores (fondos mutuales y de cobertura, empresas de seguros, etc.), a diferencia de las bolsas de valores conocidas, que son básicamente agrupaciones de intermediarios financieros. La gran propuesta de valor de esa institución es que eliminará los beneficios de los HFT, porque no venden información sobre las órdenes de compra y venta que pasan por sus manos.

El mercado da respuestas para cuidarse de sí mismo, pero la falta de equidad no es banal y los reguladores deben atacarla. Todavía la sociedad estadounidense y muchos inversionistas globales no han olvidado la forma como se resolvió la Gran Crisis Financiera de 2008, en la que se obviaron asuntos como las erróneas calificaciones crediticias que ocultaban la verdadera naturaleza de los créditos hipotecarios vendidos en oferta pública o las responsabilidades de los gerentes que promocionaron la venta de productos financieros que posteriormente incumplieron sus pagos.

La ocurrencia de un evento que evoca las irregularidades de una crisis aún reciente produce un costo de reputación que ni los reguladores ni la industria financiera pueden costear. Si bien los «beneficios desiguales» de las estrategias de HFT no son ni remotamente comparables con las desigualdades percibidas en la solución de la crisis financiera de 2008, no dejarán de ser potenciales creadores de turbulencias si no son atendidos adecuadamente.

Los perdedores del ciclo de vida de la innovación

¿Qué pasa con los grandes creadores de valor una vez que se reduce la velocidad para producir innovaciones en su cartera de productos? ¿Qué pasa con los Microsoft, Apple, Cisco o Dell, cuando comienzan a generar más efectivo del que pueden invertir en sus líneas naturales de negocios?

La siguiente fase en esta historia es la del crecimiento lento, en la cual muchos inversionistas, en particular las personas naturales, sienten una gran frustración porque compraron acciones en bolsa pagando grandes múltiplos de las ganancias esperadas basados en expectativas de crecimiento que nunca se realizaron. No en balde se dice que el gran reto en los mercados financieros no es comprar buenos títulos, sino comprar títulos buenos o malos al precio adecuado.

Muchas veces las reducciones del ritmo de producción de la innovación son identificadas, primero, por inversionistas especializados en aristas muy específicas de los negocios innovadores, que son los primeros en abandonar el barco, sea al liquidar posiciones accionarias o al irse cortos en las acciones de estas empresas. El pequeño inversionista, que entra muchas veces a los mercados de manera ingenua y compra basado más en la leyenda urbana que en un conocimiento profundo del negocio, tiende a ser quien adquiere buena parte de estos títulos a precios que no hacen posible obtener beneficios aun luego de largos períodos.

En la fase de madurez del negocio la creación de valor se asocia en muchos casos con el uso eficiente de los excedentes de efectivo. El pago de dividendos extraordinarios y las recompras de acciones son buenas prácticas gerenciales para entregar valor a los accionistas.

Cuando hay mucho dinero y pocas oportunidades de crecimiento siempre existe la posibilidad de que la gerencia se embarque en adquisiciones infelices, en un esfuerzo de tratar de mostrar a los mercados que aún no ha llegado la fase de lento crecimiento y que viene una sana consolidación del sector, cuando tales compras son de empresas vinculadas a la actividad del comprador.

La lista de perdedores del ciclo de la innovación está integrada no solo por los accionistas poco informados sino también por el resto de los accionistas, cuando ocurren adquisiciones destructoras de valor, y por los tenedores de bonos de esas empresas, pues en todo proceso de destrucción de valor aumenta el perfil de riesgo de la compañía, lo cual hace que los retornos requeridos de accionistas y acreedores suban y, en consecuencia, baje el precio tanto de acciones como de bonos. No es de extrañar entonces que hoy los inversionistas institucionales en bonos vean con cierto recelo las compañías con excedentes importantes de efectivo y pocas oportunidades de crecimiento, pues son terreno fértil para fusiones, adquisiciones o compras apalancadas, en las cuales los acreedores financieros comparten los riesgos, pero no siempre los beneficios.

Todo se conecta

Un inversionista que tenga preferencia por bonos podría pensar, *a priori*, que los problemas de identificar valor y luego adquirir vehículos de inversión para captarlo son principalmente preocupaciones del mundo de capital de riesgo, donde no existen instrumentos de deuda. La verdad es que la interconexión que existe hoy en los mercados financieros hace que las tormentas mayores de cualquier sector importante de actividad económica puedan causar coletazos aun en los lugares más apartados.

Las tormentas pueden venir de muchos frentes, pues la volatilidad de los mercados financieros tiene muchas caras. Las dos tortugas tratadas anteriormente (*Debates IESA*,

octubre-diciembre 2013 y enero-marzo 2014) fueron los experimentos macroeconómicos de la Reserva Federal de Estados Unidos y la transición de China hacia un modelo de crecimiento impulsado por el consumo de una población que se debe transformar masivamente en urbana en un corto período. Ahora, el problema es cómo el desarrollo de las innovaciones puede estremecer el obelisco de los mercados financieros.

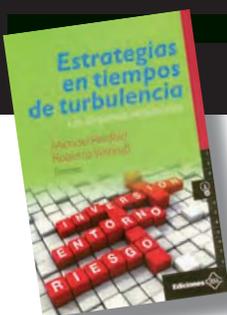
Los datos sugieren que buena parte de la creación de valor de las innovaciones se ubica en los primeros seis a diez años de operación de las empresas, cuando todavía no son de oferta pública; tanto es así que un número creciente de estas empresas difiere su salida a bolsa o su venta a un tercero de mayor tamaño, pues abundan inversionistas institucionales que quieren entrar en ellas antes de que eventualmente se hagan públicas. El peligro para los mercados puede venir, entonces, de que se desarrollen burbujas de precios, debido a una sobrevaloración de las potencialidades de negocios de las innovaciones. La ruptura de toda burbuja financiera transmite riesgo al resto del sistema. Una vez que estalla debe redistribuir recursos para cubrir las pérdidas producidas, lo que induce la liquidación de posiciones en otras áreas de actividad tan lejanas al sector de actividad en problemas, como pueden ser los bonos AAA de grandes corporaciones o los títulos de deuda soberana de alto riesgo como los de Venezuela o Ucrania.

Un mecanismo clásico de transmisión de riesgo es el aumento del diferencial de retorno de los bonos corporativos sobre los títulos libres de riesgo (*spread*), cuando existe un deterioro real del clima económico que puede ser causado por factores tan diversos como un súbito aumento del precio de las materias primas, un desastre natural de grandes proporciones o, por qué no, la ruptura de una burbuja financiera causada por la última moda en desarrollo tecnológico.

Vale la pena recordar una y otra vez que los mercados financieros funcionan sobre la base de la confianza: confianza en que la información fluye, confianza en que los intermediarios cumplen su papel apropiadamente, confianza en que los miembros del gobierno corporativo cumplen su papel fiduciario y, por último, confianza en que los reguladores entienden lo que regulan, por muy novedoso que sea. ■

LECTURAS RECOMENDADAS

- Gelles, D. y M. de la Merced (2014): «Rich start-ups go back for another helping». *The New York Times*, April 14.
- Henning, P. (2014): «Dealbook: high-frequency trading falls in the cracks of criminal law». *The New York Times*, 7 de abril.
- Kuchler, H. y T. Bradshaw (2014): «Facebook buys WhatsApp in \$19bn deal». Tech Hub, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/44d4fc72-99b2-11e3-b3a2>. Consulta: 15 de abril de 2014.
- Mars, A. (2014): «La capacidad de un gobierno para controlar la economía es limitada». *El País*, 3 de marzo.
- Tan, K. (2014): «Inconspicuous consumption». *Barron's*, 1 de febrero. <http://online.barrons.com/news/articles/SB50001424053111903911904579346812203779106>. Consulta: 15 de abril de 2014.



ESTRATEGIAS EN TIEMPOS DE TURBULENCIA

MICHAEL PENFOLD Y ROBERTO VAINRUB (editores)



0212-555.42.63 / 44.60
ediesaa@iesa.edu.ve

Venezuela presenta uno de los más borrascosos historiales económicos del continente. Sin embargo, un grupo significativo de empresas no solo ha logrado navegar en medio de la turbulencia, sino también llegar a buen puerto. ¿Cómo lo hicieron? Este valioso compendio de investigaciones y ensayos divulgativos ayudará al lector a comprender no solo cómo hicieron las empresas para sobrevivir, sino incluso cómo un puñado de ellas logró destacarse en un mercado tan incierto y volátil como el venezolano.