

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**  
**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**



**FONDOS DE ALTO RENDIMIENTO (FAR)**

Presentado por:  
César Armando Chicas Ruiz

Para optar al grado de:  
**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

OCTUBRE DE 2008

San Salvador, El Salvador, Centroamérica



## ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
1. ANTECEDENTES	3
2. FONDOS DE ALTO RENDIMIENTO	4
3. ESTRATEGIA DE LOS FAR'S	6
4. LOS FAR'S Y SU REGULACION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS	9
5. EN BUSCA DE RENDIMIENTOS SUPERIORES EN LOS MERCADOS DE CAPITAL	10
6. CÓMO LA CRISIS HA SORPRENDIDO A LOS FAR'S	12
7. CÓMO SOBREVIVEN LOS FAR'S EN TIEMPOS DE TEMPESTADES	15
8. LA PRÓXIMA PARADA DE LOS CAPITALES DE RIESGO	16
9. REFLEXIÓN ACERCA DE LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL	18
CONCLUSIÓN	20
BIBLIOGRAFÍA	
ANEXOS	
NOTAS	

## INTRODUCCIÓN

Los Fondos de Alto Rendimiento (FAR) o “Hedge Funds”, se encuentran conformados por entidades que utilizan estrategias de inversión no tradicionales en busca de rendimientos superiores a los del mercado. Esa búsqueda por obtener altos rendimientos hace que muchos inversionistas comunes inviertan en activos especulativos que no proporcionan el rendimiento esperado, y que en realidad ofrecen únicamente rendimientos de mercados, pero con elevadas comisiones.

Dichas entidades han existido desde décadas atrás sin embargo, en los últimos años los resultados obtenidos por gestores sofisticados como George Soros, Michael Steinhart y Julian Robertson, ponen en la mira pública a éstos fondos.

Desde sus inicios en los años cincuenta, los FAR’s han sufrido constantes altibajos, han vivido períodos en los cuales han apostado fuerte por acontecimientos económicos o industrias específicas que les han valido para demostrar su buen olfato de negocio en la obtención de rendimientos superiores a los del mercado.

En el presente documento se muestra un detalle de las estrategias que utilizan los FAR’s para obtener esas altas tasa de rentabilidad que busca todo inversionista; estrategias que van desde el arbitraje de mercados neutrales, hasta oportunistas en casos especiales.

Si bien es cierto han gozado de altos rendimientos, también han sufrido considerables pérdidas, como los sonados casos de quiebra en marzo de 2008 del *High Grade Structured Credit Strategies* y el *High Grade Credit Strategies Enhanced Leverage Fund*, dos fondos de cobertura de *Bear Stearns*, quinto banco de inversión a nivel mundial, que en este año fue comprado por *JP Morgan Chase* y auxiliado por la *Reserva Federal de Estados Unidos (FED)*, que en años recientes ha sido blanco de críticas por el riesgo moral<sup>1</sup> que habría creado al proveer financiamiento para este tipo de operaciones.

Estos sucesos han sido alimentados por una compleja serie de factores entre ellos la liberalización del mercado americano y la alta liquidez derivada de las tasas de ahorro proveniente de los países asiáticos, es así como los FAR’s fueron quienes aprovecharon la expansión económica de los EE.UU. experimentada hasta mediados del año 2007, para invertir agresivamente incluso en condiciones de alto riesgo.

Además, existen otros elementos determinantes dentro del actual escenario financiero mundial, entre las que destaca: el endeudamiento de las familias Estadounidenses como resultado de políticas financieras y crediticias, que han fomentado el consumo desmedido.

Por lo tanto, la crisis como la que vive hoy en día el sector inmobiliario de Estados Unidos, reaviva el debate sobre una mayor regulación hacia estos Fondos. Los expertos dicen que existe suficiente liquidez, pero no hay confianza; es decir, la crisis de liquidez es una auténtica crisis de no fiarse del prójimo.

Es así como en la actualidad muchos FAR's quedaron atrapados en la crisis inmobiliaria americana; pero su fracaso en este sector los ha hecho dar un giro de timón hacia otros sectores con grandes oportunidades de crecimiento, tanto en países en vías de desarrollo, como en los países desarrollados.

Además, hacemos una reflexión acerca de las causas que han alimentado la actual crisis financiera que esta abatiendo a muchas entidades del sistema financiero; y esto a pesar de los planes de ayuda que se han gestado a partir del gobierno. Esta crisis ha dado por finalizada una era en la cual la regulación a los fondos de capital de riesgo y fondos de inversión ha sido casi nula dejando en evidencia que la liberalización de los mercados por si misma no es una solución a las fallas del sistema.

Es por ello que en este documento se busca dar un panorama que enriquezca el conocimiento del lector acerca de las estrategias utilizadas y los mercados en los que operan los FAR's. Ya que estas instituciones con poca regulación sobre sus operaciones poseen la capacidad técnica, financiera y en cierta medida el poder político (el cual puede ser discutible para algunos lectores) para invertir en aquellos activos que le retribuyan un rendimiento superior al del mercado.

## **1. ANTECEDENTES**

Durante siglos los economistas han considerado que el comportamiento de los mercados financieros ha sido irracional, a tal grado de dejarse llevar por su aleatoriedad, dicha concepción no cambió hasta principios del siglo XX. En los años 40, la Teoría de la Inversión en Valor, de John Burr Williams, era el modelo académico definitivo en el campo de la inversión bursátil. En ella, se promovía la construcción de carteras que concentrasen el riesgo en acciones que cotizaban a precios por debajo de su valor intrínseco.

Es decir, el paradigma de la inversión bursátil consistía en que los resultados de un inversionista debían emanar de sus especiales habilidades para seleccionar activos infravalorados. Por ello fueron creados los Fondos de Alto Rendimiento, que inicialmente le daban cobertura a las carteras de las grandes fortunas y grandes clientes institucionales.

El primer fondo de alto rendimiento fue creado por Alfred Winslow, en el año de 1949. Con este fondo, Winslow hizo que los activos en que se invirtió pasaran de un rendimiento de mercado a un rendimiento independiente a este. Dicho de otra manera, el objetivo perseguido fue lograr que el activo financiero en el que se invirtió generara rendimientos superiores al promedio del mercado.

Durante los años siguientes, explota el fenómeno de los fondos de alto rendimiento obteniendo un crecimiento moderado, pero es hasta el año de 1990 que los FAR's pasan de manejar menos de \$40,000 millones, a controlar 1.4 trillones de dólares en activos. La cantidad de sociedades gestoras a finales del siglo XX era de unas 1,900; y para el año 2004 ya existían 3,300 fondos; todo impulsado por la búsqueda de rendimientos superiores a los del mercado.

El capital de riesgo atrae tanto a inversores individuales como institucionales porque se pueden hacer cosas impensables para los fondos de inversión tradicionales. Los FAR's no se basan simplemente en estrategias de cobertura, los gestores pueden realizar ventas en descubierto<sup>2</sup>, utilizar el apalancamiento o combinar acciones y bonos con derivados, de igual forma materias primas o activos inmobiliarios. Un estudio de Credit Suisse First Boston advierte que los FAR's son responsables de casi la mitad de la especulación financiera en occidente.

## **2. FONDOS DE ALTO RENDIMIENTO**

### **2.1 DEFINICIÓN**

¿Pero que son los FAR's?, son sociedades privadas con un reducido número de miembros, en las cuales el gestor tiene una significativa participación personal en el capital social, estos fondos son libres de operar en una amplia variedad de mercados y de utilizar estrategias mercado-neutrales<sup>3</sup> mediante diferentes grados de apalancamiento.

Además de las características citadas anteriormente, la mayoría de FAR's comparten otras tales como:

- a) Constituirse como sociedades de responsabilidad limitada,
- b) por estatuto, restringir el número de socios a un máximo de 100; Y
- c) estar domiciliadas en paraísos financieros tanto por razones fiscales como normativas.

De la citada definición se pueden extraer los siguientes aspectos:

**2.1.1 *Son sociedades privadas con un reducido número de partícipes***; En virtud de esa característica, la normativa de los países de acogida suele conceder amplias libertades a los gestores del patrimonio para operar en mercados e instrumentos de elevado riesgo.

En este sentido, el mismo derecho público que vela por proteger los intereses de amplios colectivos de inversores, no encuentra motivos para limitar el campo de actuación de entidades con tan escasos partícipes.

**2.1.2 *El gestor tiene una significativa participación personal en el capital social***: Esta característica es más práctica que teórica, ya que al verse desprotegidos por la legislación financiera, los partícipes suelen exigir al gestor que aporte una notable parte de los fondos, de modo tal que todos conjuntamente (gestores e inversores) se muevan por los mismos criterios de rendimiento ajustado al riesgo.

**2.1.3 *Es libre de operar en una amplia variedad de mercados y de utilizar estrategias mercado-neutrales mediante diferentes grados de apalancamiento***: Como hemos podido apreciar, el gestor disfruta de amplias libertades por ambos lados, el legal y el estatutario. En este sentido, parece evidente que un gestor con la posibilidad de operar en prácticamente todos los posibles instrumentos y mercados

debería obtener un mayor Ratio de Sharpe<sup>4</sup> que otros gestores con capacidades mucho más restringidas.

## **2.2 SELECCIÓN Y ANÁLISIS DE LA DISTRIBUCIÓN EN CARTERA DE LOS FAR'S.**

Para llegar al portafolio o cartera de activos, en la cual se invertirá, se debe tomar en cuenta tres fases diferenciadas así: análisis cualitativo, cuantitativo y de riesgo.

### ***2.2.1 Análisis cualitativo:***

En esta fase se diferencia entre fondos con perfiles estadísticos similares y el gestor que monta el fondo busca generar rendimientos superiores a los del mercado analizando puntos como:

- Características de la estrategia de gestión.
- Historial del equipo gestor
- Análisis del proceso de inversión

### ***2.2.2 Análisis cuantitativo:***

Este análisis se centra en la buena gestión del asesor en cuanto a las medidas de riesgo, rentabilidad y de resultados. Estas medidas se detallan a continuación:

- *Medidas de riesgo:* En algunas ocasiones los inversores valoran la inversión a partir del riesgo, por definición cualquier inversión conlleva un riesgo. Pero el riesgo de una inversión surge principalmente por la posibilidad de que el rendimiento de la inversión no sea el esperado.

Dentro de las medidas de riesgo más utilizadas se encuentra la desviación estándar, la cual, tiene un valor absoluto como medida de riesgo, ya que mide los cambios de la cartera en sí misma, pero no tiene un significado relacional en el contexto de una cartera bien diversificada y dentro de su relación con el mercado.

- *Medidas de rentabilidad:* El rendimiento es una de las variables más consideradas en la valoración de inversiones, de hecho muy habitualmente esta información es la única demandada por el inversor. Son diversos los métodos que se pueden emplear para calcular el rendimiento de las inversiones entre los cuales podemos mencionar: el *ratio de treynor* y el *de sharpe*. En ambos métodos, las diferentes rentabilidades se obtienen a partir de la variación de valor de los activos en una cartera.

- *Medidas de resultados:* Una de las medidas de resultado utilizadas para completar el análisis cuantitativo es el *alfa de Jensen*; este calcula la diferencia entre el exceso de rentabilidad obtenida por la cartera con respecto al título sin riesgo y el exceso que debería haber obtenido según el CAPM<sup>5</sup>.

### 2.2.3 Análisis de riesgo:

En esta fase los FAR's garantizan que el gestor examine todas las normas y leyes de los organismos reguladores que puedan afectar su decisiones de inversión. Entre otras consideraciones, es en esta fase que se utilizan puntos de control tales como:

- Auditoria externa;
- Auditoria interna; y
- Certificaciones de calidad y/o procesos.

Además, el VaR, análisis de sensibilidad y análisis de correlaciones, así como su domicilio en paraísos fiscales, son elementos que los FAR's consideran para realizar el análisis de riesgo.

## 3. ESTRATEGIAS DE LOS FAR'S

Para que los FAR's obtengan rendimientos independientes a los que proporcionan los mercados, además de poseer elevados apalancamientos y bajas regulaciones legales, utilizan diferentes estrategias que van desde estrategias de valor relativo, pasando por eventos manejados hasta llegar a las oportunistas. Dichas estrategias se presentan resumidas en el siguiente cuadro:

**FIGURA No. 1**



En la figura se observan las estrategias de valor relativo (relative value), por eventos (event driven) y oportunistas (opportunistic), cuya sensibilidad al mercado va desde débil para el caso de las estrategias de valor relativo hasta las oportunistas que presentan una intensa sensibilidad al mercado.

### ***3.1 ESTRATEGIAS DE VALOR RELATIVO***

Comprenden todas aquellas estrategias que buscan combinar posiciones cortas y largas, con el objetivo de neutralizar de forma sistemática el impacto resultante de los movimientos del mercado. A continuación se presentan las principales estrategias de valor relativo:

#### ***3.1.1 Arbitraje de mercados neutrales:***

Intentan compensar la mayoría de los riesgos del mercado tomando posiciones en distintos activos del mismo tipo. Puede también utilizar futuros para compensar los riesgos por tasa de interés. Estas estrategias de valor relativo incluyen arbitraje por ingresos fijos, acciones respaldadas por hipotecas y arbitrajes de estructura de capital.

#### ***3.1.2 Arbitraje de renta fija:***

Esta estrategia se basa en el aprovechamiento de las oportunidades coyunturales entre posiciones cortas y largas en bonos o títulos valores de renta fija. Busca obtener ventajas de las ineficiencias de precios.

### ***3.2 ESTRATEGIAS POR EVENTOS***

Son las que intentan obtener beneficios de importantes acontecimientos empresariales y/o económicos, ya sean: fusiones y adquisiciones, liquidaciones y otros eventos corporativos similares.

Con este tipo de estrategia los FAR's pueden realizar compras sobre títulos a precios con descuento respecto a los valores de mercado, y si las perspectivas del evento no son del todo gratos para los FAR's estos títulos son vendidos a sobreprecio. Para aclarar el funcionamiento de las estrategias por evento, hacemos un detalle de las más importantes:

#### ***3.2.1 Arbitraje de fusiones y adquisiciones:***

La estrategia consiste en adoptar una posición larga en empresas en procesos de adquisición o de fusión, y en adoptar posiciones cortas en empresas interesadas en

comprar negocios. Su principal riesgo radica en que la operación de adquisición o fusión no se lleve a cabo con éxito, dicho riesgo es cubierto a través de una opción put<sup>6</sup>.

### ***3.2.2 Arbitraje de activos infravalorados:***

Estrategia orientada hacia inversiones en bonos, acciones, documentos de cobro o pasivos contingentes<sup>7</sup> de compañías inmersas en problemas financieros, que con frecuencia suelen estar infravaloradas.

### ***3.2.3 Arbitraje de alto rendimiento:***

Son inversiones que se realizan en empresas con escasa historia o difícil acceso al crédito pero con grandes expectativas de crecimiento en su sector. Y debido a sus necesidades financieras de corto plazo les obliga a pagar altas tasas de interés para compensar su riesgo.

## ***3.3 ESTRATEGIAS OPORTUNISTAS***

Las estrategias oportunistas confían en encontrar títulos, que bien por estar infravalorados o sobrevalorados, pueden ser respectivamente negociados de forma dirigida. Cada inversión es diseñada individualmente y los riesgos sistemáticos y no sistemáticos son gestionados por el grupo gestor de forma integral. Para detallar como funcionan estas estrategias se presenta un detalle en breve:

### ***3.3.1 Global macro:***

Son aquellas estrategias que intentan obtener beneficio de las posiciones largas y cortas que asumen los FAR's en activos influenciados por acontecimientos y tendencias económicas. Estas estrategias se centran en bonos, divisas y mercaderías, y su uso se realiza a través de apalancamientos elevados.

### ***3.3.2 Gestión de futuros:***

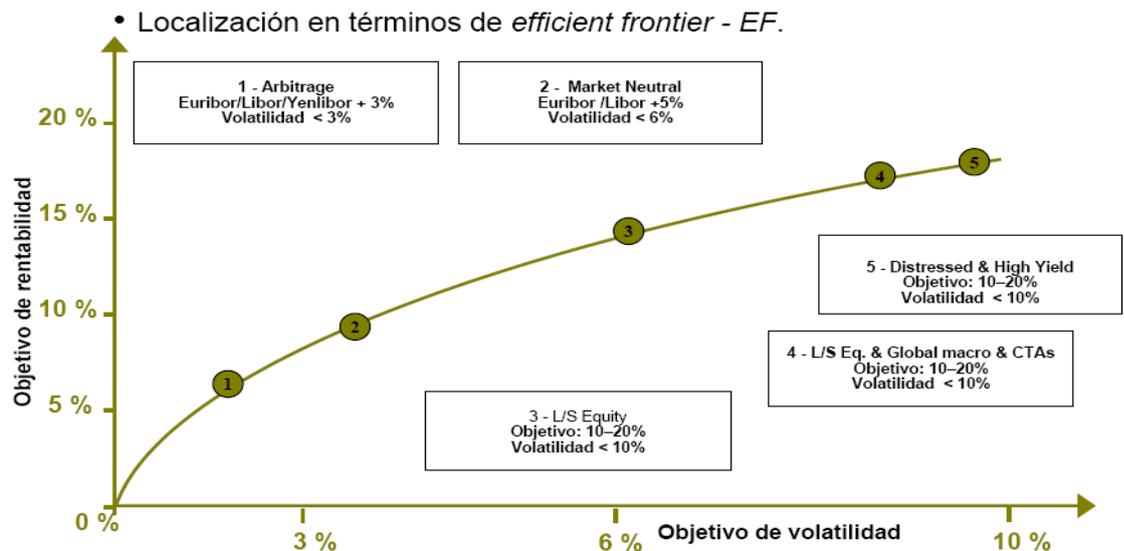
Los FAR's utilizan esta estrategia para beneficiarse de las inversiones en materias primas que cotizan en los mercados de futuro, y estas inversiones suelen responder a enfoques sistemáticos provenientes del análisis fundamental.

### ***3.3.3 Mercados emergentes:***

Esta estrategia opera sobre acciones y/o deuda pública emitida en países emergentes, los cuales pueden atravesar por dificultades económicas, políticas y sociales. Aunque existen mercados emergentes como los países BRIC<sup>8</sup>, los cuales

resultan sumamente atractivos para algunas firmas de inversión debido a sus altas tasas de crecimiento.

**FIGURA No. 2**  
**EVOLUCIÓN DE LAS ESTRATEGIAS**



Cada una de las estrategias que utilizan los FAR's se encuentran ubicadas en los diferentes puntos de la frontera eficiente<sup>9</sup>, de acuerdo a los objetivos de rendimiento y riesgo de cada estrategias.

#### 4. LOS FAR'S Y SU REGULACIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La actual crisis financiera se origina por diversas causas entre las cuales podemos mencionar: la falta de un marco jurídico que vigile la conducta de los FAR's, inversión en activos poco líquidos, adopción de posiciones especulativas, además podemos mencionar que estos fondos no se encuentran registrados en la SEC<sup>10</sup> y mucho menos se encuentran protegidos por la Investment Company Act<sup>11</sup>.

Pero la regulación de los FAR's representa una amenaza contra el sector mismo y un tema de mucha polémica entre expertos, pues estos ocupan un importante nicho en los mercados de capitales proporcionando liquidez a los mismos y adoptando posiciones especulativas, puesto que sus rendimientos a menudo no están correlacionados con los del mercado de capital o títulos de renta fija.

Por otro lado, dentro del grupo de expertos que ven con buenos ojos la regulación de los FAR's se encuentra: Richard Herring<sup>12</sup>, quien señala que hay tres motivos para la regulación de los mismos:

- 1) proteger a los consumidores;
- 2) proteger la integridad de los mercados; y
- 3) prevenir los riesgos sistémicos.

Sin embargo, mientras el acceso a los fondos de alto rendimiento esté restringido a personas ricas, la protección a los consumidores no es un asunto a tener en cuenta, de acuerdo a lo expresado por Herring. Pero es evidente que ha aumentado la preocupación por la integridad de los mercados y la estabilidad financiera.

## **5. EN BUSCA DE RENDIMIENTOS SUPERIORES EN LOS MERCADOS DE CAPITAL**

El riesgo y el rendimiento de una cartera se encuentran directamente relacionados, es decir, a mayor riesgo mayor rendimiento. La selección y el análisis de cartera, así como, la utilización de diferentes estrategias por parte de los FAR's, son las herramientas a través de la cual estos, buscan obtener rendimientos superiores a los que ofrece el mercado. Es por ello que los inversionistas están dispuestos a pagar una prima elevada por la obtención de dichos rendimientos.

Pero en octubre de 2005 el banco de inversiones *JP Morgan*<sup>13</sup> publicó un informe titulado ¿Han debilitado los FAR's las oportunidades de mercado?

En el mismo se destaca que estas entidades no están generando los rendimientos superiores que ofrecen a los inversores sino que está comercializando los rendimientos promedio de mercado y vendiéndola a precios elevados.

Al analizar los rendimientos históricos de los FAR's para los períodos de 1990 a 1997 y de 1998 al 2002 se concluyó que de 12 estrategias utilizadas por estos, en 11 de ellas existía una importante reducción del rendimiento y las reducciones oscilaban entre el -1.3% para la cobertura en renta variable y -5% para la estrategia de venta en descubierto.

*Bridgewater Associate* señala que recopiló información sobre los rendimientos de más de 1,600 FAR's y concluyó que la impresión general de que estos fondos están

proporcionando rendimientos superiores a los del mercado es errónea, y que la mayoría de los FAR's están sencillamente cobrando mucho dinero por "incluir primas de riesgo".

Por otra parte, Raj Mehta, socio fundador y director gerente de *Persistent Edge Management*, compañía de inversión y asesoramiento con sede en San Francisco, opina que el comportamiento de los FAR's varían en función de la estrategia y de la región. "Si se observa la estrategia de mercado neutrales en acciones de empresas con grandes capitalizaciones, posiblemente sea de las estrategias más saturadas y sobre financiadas del mundo hoy en día, se podría decir que casi todo el mundo está teniendo dificultad. Pero ese también es un mercado muy líquido y a algunos gestores les va muy bien".

En su mismo informe publicado en octubre de 2005, los analistas de *JP Morgan* llegaron también a la conclusión de que los inversores debían ser cautos con determinadas estrategias de los FAR's, pero de ningún modo con todas. El informe destaca la estrategia de entrar y salir de índices de renta variable, en la que el gestor de un FAR compra acciones cuya entrada en el índice parece probable, y vende en descubierto aquellas otras con probabilidades de salir.

Una vez que una empresa entra a formar parte de un índice conocido, los grandes inversores institucionales tienen que comprar esas acciones para mantener en línea sus réplicas pasivas de índices, de manera que los FAR's ganen dinero anticipándose a este aumento de demanda, o cuando se trata de un escenario de venta, anticipándose a la disminución de la demanda de un valor que deja de pertenecer al índice.

Según *JP Morgan*, la utilización de esta estrategia con el índice *FTSE 100*<sup>14</sup> fue generalmente rentable hace cinco años, pero ya no está dando dinero. En 1999, un gestor de FAR que hubiese comprado los cinco valores de mayor capitalización aún no incluidos en el índice y hubiese vendido los cinco valores de menor capitalización pertenecientes a dicho índice un mes antes de que éste debiera ser revisado, habría obtenido una rentabilidad de casi el 30%. *JP Morgan* señala que esta oportunidad de arbitraje ya se ha agotado.

La compañía de inversiones *Bridgewater Associates*, con sede en Westport (Connecticut), sacó una nota de investigación en junio 2005, en la que acusaba a muchos FAR's de estar generando rendimientos de mercado mientras que cobraban a sus clientes como si estuvieran generando rendimientos superiores.

## **6. CÓMO LA CRISIS HA SORPRENDIDO A LOS FAR'S.**

Debido a las estrategias que realizan los FAR's, es que en los últimos meses se ha escuchado sobre varios de estos que se han quedado atrapados en activos relacionados con las hipotecas 'subprime' o de baja calidad.

En consecuencia, han sufrido enormes pérdidas o incluso han anunciado que sus activos valen cero, este es el caso del *High Grade Structured Credit Strategies* y *High Grade Credit Strategies Enhanced Leverage Fund* dos fondos de alto rendimiento de *Bear Stearns*.

Las hipotecas 'subprime' y, en general, todos los créditos en EEUU son titularizados y convertidos en activos por la banca de inversión. Se trata de bonos, y el inversor que compra esos bonos presta dinero al banco que a su vez se lo presta al hipotecado que compra la casa. Lo cual, en realidad, es una transferencia del riesgo por parte del banco al inversor final.

Lógicamente, como los particulares no tienen la solvencia de los estados ni de las empresas, estos bonos presentan una alta rentabilidad. Y eso es precisamente lo que les ha hecho tan populares en los últimos años.

Pero, además, hay que añadir el factor del fuerte crecimiento de los FAR's en los últimos años, en especial de los que siguen estrategias de arbitraje o del tipo mercado neutral, que buscan una ganancia descorrelacionada de la evolución de la bolsa o la deuda.

Además, estas estrategias pueden captar todo el dinero que deseen (principalmente, de los fondos de fondos<sup>15</sup>) porque sus operaciones no influyen en las cotizaciones. Pues bien, este tipo de FAR encontró la compensación en los activos referenciados a hipotecas (mortgage backed securities).

Este servicio funciona de la siguiente manera: *American Home Mortgages*, por ejemplo, concede hipotecas por 1,000 millones a *Citigroup*, los cuales, empaqueta en bonos que dan una rentabilidad digamos del 7%.

Desde la perspectiva de un FAR con un patrimonio de 1,000 millones, la apuesta consistía en pedir prestados otros 10,000 millones, por ejemplo, al propio *Citigroup* para comprar este tipo de activos. Si el préstamo tiene un tipo del 5% ó inferior, y los bonos dan el 7%, la ganancia es el 2%. Pequeña, es cierto, pero no olvidemos que el fondo se había apalancado 10 veces. Lo cual multiplicaba por 10 esa ganancia. Y sin riesgo: los bonos tenían una elevada calificación de *S&P o Moody's*.

Los buenos resultados de esta estrategia independientemente de cómo fuera la bolsa atrajeron a los fondos de fondos en manada, que dieron a estos FAR's enormes cantidades de dinero. Éstos, a su vez, lo invirtieron de nuevo en activos hipotecarios, y siguieron tomando prestado para mantener el ratio de apalancamiento que permitía sus ganancias.

Mientras el precio de la vivienda subía, las hipotecas se pagaban y el empleo crecía con fuerza, todo iba estupendamente. Pero el problema es que la estrategia sí tenía riesgo. Las casas dejaron de subir a mediados de 2006; los gestores siguieron comprando esos bonos pero empezaron a preocuparse por las noticias de impagos.

Fue entonces, en junio 2007, que *Bear Stearns* se entera de que estos bonos están perdiendo valor y a consecuencia de ello se ve en la necesidad de obtener más garantías para sus préstamos.

Por esta razón decide vender algunos de estos bonos y se encuentra con la sorpresa de que nadie los quiere. Y cuando consigue venderlos lo hace a un valor de casi cero, quedándose al mismo tiempo sin garantías, por lo cual, tienen que cerrar los fondos.

En julio 2007, los fondos de fondos se empiezan a encontrar con productos que han perdido el 10% de su valor en un mes. Ante el temor a tener un *Bear Stearns* en cartera, los inversionistas intentan sacar todo el dinero de ese fondo.

Pero la cosa es mucho peor, porque los bonos en su cartera están valorados a su último precio de venta, que es totalmente irreal debido a que no cotizan. Los

reembolsos hacen que tengan que cruzarse operaciones, y entonces se comprueba que el valor real de esos títulos es muy inferior.

Para el *Bearn Stearns*, no acabó aquí su larga caída iniciada desde mediados del año 2007, ya que el día 17 de marzo de 2008 los principales periódicos financieros de Estados Unidos publicaban la inversión de *JP Morgan Chase* adquiriendo a Bear Stearn a precio de quiebra, después de que este tuviera que reconocer problemas de liquidez y los precios de sus acciones se desplomaran en la bolsa de New York.

La operación se cerraría en un primer momento a un precio de \$ 2 por acción pagando por la operación \$ 270 millones de dólares americanos. Una cifra ridícula para un gigante de más de 85 años de historia y que hace tan solo un año se valoraba en \$ 20,000 millones de dólares o lo que es lo mismo a \$ 150 dólares por acción.

Pero para alivio de los inversionistas *JP Morgan Chase* el 24 de marzo de 2008, unos días después de su oferta inicial quintuplico está, ofreciendo pagar \$ 10 dólares por acción, despertando con ello el optimismo del mercado pero este último precio de compra se debió en parte a las medidas que tomo la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED)<sup>16</sup>.

En un principio la FED otorgó a *Bearn Stearns* un financiamiento especial de 30,000 millones de dólares, para que respondiera por parte de sus activos; pero al haberse realizado la venta a *JP Morgan Chase*, estos últimos responderían únicamente de los primeros 1,000 millones de dólares que eventualmente se puedan perder por la venta de los activos.

En tanto, los otros 29,000 millones de dólares son el riesgo financiero y moral que la FED acepta tomar para bien o para mal a fin de salvaguardar el maltratado sistema financiero internacional.

Pero la crisis hipotecaria no termina aquí y a pesar de haber golpeado a varios FAR's también se ha llevado consigo a otras instituciones que forman parte del sistema financiero americano entre ellas podemos mencionar:

- *Merryll Lynch*, la cual fue adquirida por Bank of America por una valor de US\$ 50,000 millones de dólares.(19/09/08)
- Fanny Mae y Freddie Mac fueron estatizadas a un costo de US\$ 140,000 millones de dólares provenientes de las arcas públicas.

- *Lehman Brothers Holding* se declara en bancarrota y pide protección legal contra acreedores por un monto de US\$ 60,000 millones de dólares.(15/09/08)
- La aseguradora *American International Group Inc (AIG)*. es rescatada por el gobierno de los EE.UU. a través de un crédito de US\$ 85,000 millones de dólares, con lo cual el estado es poseedor del 80% de la empresa.
- Wachovia fue adquirida por Citigroup por US\$ 1,920 millones de dólares, dicho rescate fue planeado conjuntamente con el gobierno de los EE.UU.
- Y las víctimas más recientes de esta crisis han sido los bancos de inversión *Goldman Sachs Group Inc.* y *Morgan Stanley* quienes están dando los pasos necesarios para transformarse en bancos comerciales con el afán de obtener liquidez por parte del mercado. Pero el cambio de giro de ambos bancos marca el fin de una era en los mercados financieros.

Un desenlace está casi garantizado a juzgar por la historia, alguien ganara mucho dinero a medida que otras empresas se hacen cargo de las operaciones que abandonan en este momento los bancos de inversión.

## **7. CÓMO SOBREVIVEN LOS FAR'S EN TIEMPOS DE TEMPESTAD**

Los FAR's son los que mejor llevan a la práctica aquella frase que dice: "la mejor defensa es el ataque", puesto que para el tercer trimestre del año 2008, han salido a la palestra los conocidos "inversionistas buitres"<sup>17</sup>.

Estos "inversionistas buitre" están vislumbrando posibles empresas o activos subvaluados, pero estos no encontrarán demasiados rendimientos como en la década de los 90's, debido a que la economía estadounidense y el mercado de deuda flaquean.

Entre los mejores años para la inversión en deuda de compañías en problemas financieros fue en 1991, cuando la economía americana estaba saliendo de una recesión, y en 2003, después del colapso de la burbuja tecnológica, cuyos retornos en este tipo de deuda fueron del 43% y el 85% respectivamente.

Actualmente, los objetivos de inversión más deseados por esta industria es la de los bonos de General Motor Corp., la firma de financiación GMAC LLC cada uno

con un rendimiento del 27%, así como, bonos del Washington Mutual cuyo rendimiento es del 38%.

Y de acuerdo a las tendencias de emisiones que han caído en impagos, los analistas consideran que por cada dólar de deuda se estima una recuperación de 68 centavos, cantidad menor en comparación a los históricos 87 centavos. Pero estas bajas tasas de recuperación se deben a las malas condiciones de los préstamos en los últimos años.

Una señal de la cambiante dinámica entre los FAR's y los inversionistas es el del *Fondo Camulos*, una firma cuyo fondo opera \$ 2,500 millones de dólares; y que en este momento tomaría honorarios de gestión del 1.25%, en lugar del estándar 2% en la mayoría de activos.

Y la disminución en las comisiones cobradas por los FAR's no solo se aplica a los honorarios de gestión sino que también se aplica en los márgenes de ganancia, ya que si el fondo es rentable a partir del 1 de octubre de 2010, este cobrará únicamente el 10% sobre las ganancias obtenidas y no el típico 20% de la industria; con esto los FAR's buscan que muchos de sus inversionistas no retiren su dinero del fondo a pesar de que el mercado de los FAR's han caído un 20% en los primeros días de septiembre.

Pero esta dinámica de cambios no es exclusiva de los FAR's sino que la están viviendo muchas otras instituciones dentro del sistema financiero estadounidense, lo cual dificulta la inyección de liquidez al sistema debido a la desconfianza actual de los inversionistas. Por lo que veremos estos y otros posibles cambios en los FAR's muy posiblemente en el transcurso de los siguientes años, si por ello depende su supervivencia en el mercado.

## **8. LA PRÓXIMA PARADA DE LOS CAPITALES DE RIESGO**

Después de haber recuperado la confianza de los inversores tras la burbuja tecnológica de los años noventa, el capital de riesgo esta nuevamente en crisis y esto como resultado de los últimos colapsos financieros experimentados a nivel mundial.

A pesar de esto en el año 2007, el capital de riesgo había fijado sus esfuerzos hacia nuevos sectores tales como: las tecnologías limpias, un nombre genérico que

recoge todas las tecnologías respetuosas con el medioambiente y nuevas industrias dirigidas hacia el envejecimiento poblacional de los países desarrollados.

Es así como, en estas nuevas industrias los capitales de riesgo han identificado oportunidades de negocio en los sectores de la biotecnología y las empresas de instrumental médico; y los países que han servido de plataforma para estas inversiones a partir del año 2006, han sido China e India. En la actualidad las firmas de capitales de riesgo han financiado empresas relacionadas a la biotecnología e instrumentos médicos por más de \$ 2,000 millones de dólares.

Todo esto nos recuerda años atrás, cuando los capitales de riesgo invirtieron enormes cantidades de dinero en muchas empresas que formaron parte de la burbuja tecnológica; si bien es cierto que luego vino la crisis existieron casos de empresas exitosas como: *Google*, *Genetech* y *Apple Computers*, quienes en sus inicios fueron financiadas por capitalistas de riesgo, y generaron al final grandes ganancias.

Si nos basamos en éxitos como este y la cultura única de capital de riesgo de los Estados Unidos, algunos asesores del sector considera viable un auge futuro de los capitales de riesgo.

El riesgo y el rendimiento están tan relacionados, que si el mercado de capitales ofrece rendimientos del 8%, entonces, el capital de riesgo debe ofrecer primas por arriba de esa cifra, la cual debería de rondar entre el 20% y 25%.

¿Dónde buscan en la actualidad los inversores esta clase de rendimiento? Aunque no goza de popularidad como en años anteriores, el Internet sigue siendo un sector interesante para algunos inversores.

También tal como lo mencionamos anteriormente las tecnologías limpias es otro sector de mucho interés para los inversores debido al impulso que han recibido problemas como el calentamiento global y las emisiones de carbono.

En la industria médica, el campo emergente de la medicina personalizada también resulta bastante prometedor. Los avances en genética deberían en última instancia permitir a los científicos identificar la propensión a padecer ciertas enfermedades años antes que estas se manifiesten.

En teoría, los investigadores deberían diseñar tratamientos a la medida para cada persona y sus enfermedades; es decir, en lugar de pagar el tratamiento de una vez

como ocurre actualmente, las personas podrían pagar su tratamiento por adelantado a lo largo de unos cuantos años.

## **9. REFLEXIÓN ACERCA DE LA CRISIS FINANCIERA ACTUAL**

Después de haber transcurrido más de un año desde mediados de 2007, los mercados financieros y específicamente el mercado de capitales de EE.UU. han dado por finalizada una era, ya que la magnitud de la actual crisis ha forzado el rescate gubernamental de la economía americana contrastando con ello sus políticas de libre mercado.

Es en este punto en donde las firmas financieras han debido aceptar la ayuda del gobierno y compartir la propiedad del negocio esperando con ello mayores regulaciones para el mercado de capitales. Es aquí donde la desregulación en el mercado de los capitales de riesgo y fondos de inversión asociado a las altas tasas de ahorro de los países asiáticos contribuyeron a inundar las economías de dinero barato y con ello su colocación en instrumentos altamente riesgoso específicamente en hipotecas subprime, las cuales han hecho sucumbir a más de una firma financiera ya sea el banco de inversiones Bearn Stearn, Meryrll Lynch o Lehman Brothers Holding.

Y a partir de la liberalización del mercado el gobierno americano brinda respuestas a las fallas del sistema, marcando un camino que luego sería seguido por los gobiernos europeos. Las políticas relacionadas a la liberalización del mercado en su momento surtieron los efectos deseados tales como: los movimientos de capitales a través de las fronteras. Pero estas mismas políticas contribuyeron a que el negocio de los bancos creciera y se diversificara volviéndolo cada vez más complejo.

Pero los financistas desarrollaron diversos instrumentos para transferir el riesgo entre los cuales podemos encontrar: las opciones, swaps, futuros, titularización y más recientemente los CDS.<sup>18</sup> Y dicha transferencia de riesgo era beneficiosa para los bancos e intermediarios financieros así como para los inversionistas debido a que obtenían activos que les generaban mayores rendimientos que los bonos del tesoro americano.

Por lo cual la titularización de los créditos hipotecarios les abrió una puerta a la banca comercial ya que el financiamiento de su negocio no dependería de la atracción de depósitos sino de la colocación de estos instrumentos en el mercado de capitales.

Esta titularización contribuyó en la colocación de créditos hipotecarios en la economía americana llevando con ello que una gran proporción de ciudadanos se convirtieran en propietarios de viviendas.

El crecimiento en la demanda de viviendas significó una subida en los precios haciendo que los préstamos se volvieran cada vez menos asequibles pero la liberalización de los mercados y la liquidez existente permitieron financiar el auge de consumo en el mercado inmobiliario.

Muchas firmas invirtieron en bonos hipotecarios, los cuales perdieron valor entre el año 2007 y 2008, dando como resultado quiebras en algunas de estas firmas, así como intervenciones por parte del gobierno de EE.UU. para sacar a flote la economía americana.

Y es a partir de este punto en donde muchos analistas se preguntan que le depara el futuro al mercado financiero y aún más importante como el estado protegerá a sus ciudadanos ya que la actual intervención envía un mensaje negativo debido a que premia la especulación y el riesgo que tomaron muchas firmas financieras al invertir en complejos instrumentos que hasta la fecha se desconoce el impacto real que pueda provocar en el sistema financiero mundial.

## CONCLUSIÓN

Los Fondos de Alto Rendimiento vieron la luz en la década de los años 60 para facilitar la gestión del patrimonio de las familias más adineradas de Estados Unidos. Específicamente en 1962, Alfred Winslow creó un holding de sociedades de responsabilidad limitada, con lo que inauguró el primer FAR enfocado en una estrategia multi-gestora. Winslow obtuvo beneficios para sus inversores hasta entonces desconocidas, pese a cobrar una comisión del 20% sobre los beneficios.

Al tratarse de un tipo de inversión muy compleja, y al haberse popularizado, los FAR provocaron numerosas bancarrotas (1969-1970, 1973-1974), y han estado, según algunos, en el corazón de todas las recientes crisis financieras.

Y a pesar de que la selección y análisis de cartera que realizan estos fondos es sumamente compleja, así como las estrategias que utilizan para obtener rendimientos superiores a los del mercado, esto no les exime de ser víctimas de crisis como la que hemos vivido desde mediados del año 2007 y que ha continuado hasta el último trimestre de 2008.

Entonces, es en este punto donde analistas, gestores y autoridades encargadas de velar por la seguridad en los mercados se debaten el regular o no las operaciones de los FAR's debido a que sus sofisticados productos financieros han dado un duro golpe no solo a la economía estadounidense sino a la economía mundial. Sin dejar a un lado las pérdidas que muchos de estos fondos han experimentado llevando incluso algunos a la quiebra.

Pero la actual crisis es para algunos gestores una oportunidad, oportunidad que no apagará la eterna llama del capital de riesgo, es decir, crear empresas y crear riquezas. Para muestra existen empresas como Google, Genetech y Apple Computers que en sus inicios fueron financiadas por capitales de riesgo.

Pero las tendencias actuales a las que apuntan en invertir los fondos de alto rendimientos están muy ligadas a los siguientes sectores:

- 1) Las tecnologías limpias, nombre genérico que reúne a todas aquellas tecnologías respetuosas del medio ambiente.
- 2) Las biotecnologías y empresas de instrumental médico. Muchos analistas predicen que de las empresas dedicadas a los genomas saldrán

las multinacionales del siglo XXI, a pesar de que en la actualidad las empresas que se conocen desaparecerán o se fusionarán.

- 3) Internet a pesar de haber experimentado una crisis en los años 90's sigue siendo un foco de atención gracias a los avances del video online y en este sentido podemos mencionar el ejemplo de youtube, cuya empresa fue adquirida por google en el año de 2006 por valor de \$ 1,650 millones de dólares.

En la actualidad y después de haber estallado la burbuja inmobiliaria en el mercado de viviendas en la nación americana y con ello también la actual crisis financiera, los FAR's están invirtiendo en empresas con problemas de deuda nicho muy apetecido por este tipo de inversión.

Y todo esto no es casualidad debido a que las firmas de capital privado y los FAR's que han sobrevivido a esta crisis, están llamados a ser los nuevos ganadores después de los últimos acontecimientos surgidos en el mercado de capitales en EE.UU.

Y es por ello, que hoy en día estos vehículos de inversión presentan dos caras ante el sistema financiero internacional. Por un lado son agentes de especulación que transfieren riquezas de un sector a un grupo de inversores y del otro lado de la moneda los fondos de alto rendimiento son novedosos vehículos de inversión que obtienen exorbitantes rendimientos por su estilo de gestionar el capital bajo su administración, además de inyectar liquidez en los mercados en los cuales operan.

## **BIBLIOGRAFÍA**

Zuckerman, G.

Año 2007

Que hay detrás de la volatilidad de los mercados

The Wall Street Journal

Página 22

Patterson, S. y Raghavan, A.

Año 2007

La mala racha de la inversión Cuantitativa

The Wall Street Journal

Página 2

Malkiel, B. y Saha, A.

Año 2005

Hedge Funds: Risk and Return

Financial Analyst Journal

Volume 61

Number 6

Diego Datolli

25 de Marzo de 2008

JP Morgan pagará más por Bear Stearn y Wall Street respiró.

[www.cnnexpansión.com](http://www.cnnexpansión.com)

J. Lapetra

JP Morgan compra a Bear Stearn a precio de quiebra: 270 millones de dólares, un

93% por debajo de su cotización

[www.cotizalia.com](http://www.cotizalia.com)

Vilareño Sanz, A.

Año 2001

Capitulo 6: El episodio del Long Term Capital Management

Turbulencias Financieras y Riesgos de Mercado

Prentice Hall, 91-100

Sidel, R., Nelly, K. y Reddy, S.

Año 2008

JP Morgan da su brazo a torcer y quintuplica la oferta para sellar la compra de Bear Stearn

The Wall Street Journal.

Gregory Zuckerman

Julio de 2008

Los Fondos de cobertura vuelven a acumular ‘jonrones’

The Wall Street Journal

Jenny Strasburg

Septiembre de 2008

Fondo Camulos ofrece endulzar las condiciones para retener a sus inversionistas

The Wall Street Journal

Año 2007

Cuál es la próxima parada de los capitalitas de Riesgo

[www.wharton.universia.net](http://www.wharton.universia.net)

21 de Marzo de 2007

Las inversiones especulativas sorteán la regulación: ¿deberían preocuparse los inversores?

[www.wharton.universia.net](http://www.wharton.universia.net)

20 de Febrero de 2008

David Rubenstein: “El purgatorio” de los fondos de capital de riesgo y el combate  
“cuerpo a cuerpo” del capitalismo

[www.wharton.universia.net](http://www.wharton.universia.net)

Año 2008

Los fondos soberanos: Secretos, poderosos y por encima de la ley

[www.wharton.universia.net](http://www.wharton.universia.net)

Año 2007

Sombras de duda en el boom del capital-riesgo

[www.wharton.universia.net](http://www.wharton.universia.net)

16 de Octubre de 2008

A short history of modern finance

The Economist

Nicholas Varchaver y Katie Benner

13 de Octubre de 2008

The \$ 55 trillion question

Fortune

# ANEXOS

**Un demonio de nuestro propio diseño: Mercados, Fondos de Alto Rendimiento y los peligros de la innovación financiera. 2007. Por Richard Bookstaber. John Wiley & Sons, Inc., 1 (201) 748-6011, [www.wiley.com](http://www.wiley.com).**

Revisado por Martin S. Fridson<sup>1</sup>, CFA

Richard Bookstaber con orgullo proclama que, aunque él personalmente no causó la caída del mercado de valores de 1987 y la crisis del *Long Term Capital Management* que se dio en 1998, “fue sin duda uno de los chicos que manipulo los mercados.” Sin duda él tiene la experiencia necesaria y conocimientos para ello. Su larga carrera en finanzas ha incluido los trabajos de investigación, gestión de riesgos y gestiones comerciales en bancos de inversión prominentes y fondos de alto rendimiento. Como resultado producto de esa experiencia, tenemos el documento magistral, *Un demonio de nuestro propio diseño: mercados, fondos de alto rendimiento y los peligros de la innovación financiera*, da a los lectores un asiento de primera fila (completo con verdaderos planos de muchos actores claves) en algunos de los más trascendentales acontecimientos financieros de las últimas dos décadas.

Bookstaber fue parte de una migración masiva de académicos que pasaron a un rango de practicantes en la década de los 80's. Como estudiante de posgrado en el *MIT*, se encontró fascinado con la aplicación de técnicas cuantitativas avanzadas para la economía. Pioneros de tal enfoque actuaron confiados en la premisa de que los consumidores y productores podrían ser modelados en la forma que los investigadores físicos modelaron los planetas y las partículas subatómicas. Los lectores de Bookstaber's se beneficiarán enseguida del viaje intelectual que ha dejado de desconfiar el aplicar tales métodos de forma indistinta.

Un patrón de repetición en el libro implica un modelo financiero que funciona extraordinariamente bien (hasta que golpea como consecuencia de los efectos que son omitidos por los modeladores). Basándose en su experiencia en instrumentos sofisticados, Bookstaber ha producido la explicación más clara de cómo es que en el pasado se han venido abajo los mercados financieros. Afortunadamente para los lectores, él es un apasionado en explicar transacciones altamente técnicas en prosa accesible.

Al haber subrayado sus puntos, Bookstaber dibuja analogías de un rango formidable de intereses, incluyendo el ecosistema del Lago Victoria, la propiedad de la tierra en la Inglaterra medieval y jiu-jitsu de Brasil. Estos paralelos no son incisivos simples. Por ejemplo, él describe cómo el Sudeste Asiático, lugar de cazadores de primates y de cómo los lychee nut<sup>2</sup> dentro de una caja con un agujero lo suficientemente grande para que quepa la mano de los monos:

---

<sup>1</sup> Martin S. Fridson, CFA, es el CEO de Fridson visión LLC, New York City.

Nota de Editor de revisión de libro: trabajaba con Richard Bookstaber en Morgan Stanley en el Departamento de Investigación de Renta Fija a mediados de los años 80's, y su amistad ha permanecido en los años transcurridos.

<sup>2</sup> Lychee nut se refiere al fruto seco del lychee, un pequeño fruto dulce originario de China y el oeste de India cuyo uso es muy diverso en la industria.

Todo mono para liberar su mano tiene que dejar el lychee en la caja, porque el agujero es demasiado pequeño para la mano del mono más si este se afianzó alrededor de la nuez de dicho fruto.

El mono se niega a entregar su premio y literalmente se captura, esto proporciona una imagen apta de los traders, los cuales a veces se niegan a dejar sus malas posiciones en el mercado a pesar de lo desastrosas que sean.

Para su mayor crédito, Bookstaber relata con precisión dos incidentes históricos que con frecuencia son distorsionados en la literatura, uno es la especulación del bulbo de tulipán Holandés del siglo XVII y el otro son las acciones Nathan Rothschild, tras la batalla de Waterloo.

Inevitablemente, errores menores de fuentes en el texto. Por ejemplo, Bernard Louis no estuvo en la alta dirección de Morgan Stanley en la década de los 80's, aunque Lewis Bernard había encabezado Finanzas, Administración y operaciones.

Además, Bookstaber atribuye la frase "buitres en círculos" a su cuenta de Citygroup como encargado de la alta dirección en la gestión de un plan para dar por cerrado el problema de arbitraje que le trajo a la empresa la compra de Salomon Brothers. Esta metáfora perpetúa el mito sobre el comportamiento de los buitres hacia la muerte de los animales. Su vuelo circular tiene más que ver con el reto de ganar altura con sus alas en una configuración en forma de V.

Estas pequeñas imperfecciones no deberían distraer a los lectores del tema importante que aborda Un demonio de nuestro propio diseño: ¿por qué son los mercados financieros cada más propensos a las crisis aún cuando la economía leemos entre líneas que existe menos riesgo con el tiempo? Bookstaber sostiene que la innovación ha contribuido a la inestabilidad de los precios de los títulos. Aunque de mucho ha servido el acelerar el flujo de información, los avances en tecnología y la ingeniería financiera también cabe agregar la complejidad de las múltiples oportunidades de que falle el sistema.

Bookstaber no sólo documenta el problema, sino que también propone soluciones:

Creo que los mercados pueden mejorar despojándose de sus riesgos sistemáticos si no incluimos cada instrumento financiero, que se ha soñado y nos tomamos nuestro tiempo para adquirir experiencia con los instrumentos estándar que ya tenemos. Sólo porque se pueden obtener algunos flujos de caja en un activo negociables no significa que se debe hacer; sólo porque puede crearse un contrato swap o un forward que se pueda comerciar de varias formas en algunos estados no significa que tiene sentido hacerlo.

Cómo podemos ser de abstenernos de los excesos inexplicables de la innovación. ¿Quién es el potencial zar de la innovación, aquel suficientemente inteligente como para determinar qué ideas deben ser descartadas? ¿Cómo podrían firmas financieras globales, que ganan sus márgenes más altos en nuevos productos, obligarse a aceptar las directivas de un regulador? Las innovaciones frenéticas de los mercados no pueden ser fácilmente aportadas como el resguardo que Bookstaber implica, pero aún así, sus libros son lectura esencial para los profesionales y los responsables políticos que esperan comprender las finanzas contemporáneas.

## **THE WALL STREET JOURNAL AMERICAS**

### **Los fondos de cobertura vuelven a acumular 'jonrones'**

July 28, 2008 10:01 p.m.

Por Gregory Zuckerman

Algunas estrellas de los fondos de cobertura de 2007 están teniendo otro gran año. En el proceso, están desafiando a los escépticos que se preguntaban si podrían mantener su buena racha.

John Paulson, quien llevó a Paulson & Co. a obtener ganancias de casi US\$15.000 millones el año pasado, ha registrado un alza de casi 20% en algunos de sus fondos de cobertura hasta el 30 de junio, según inversionistas, gracias a sus continuas apuestas a las desgracias de las compañías financieras.

Philip Falcone, quien acumuló ganancias de aproximadamente 120% en su mayor fondo de cobertura en 2007, tuvo una ganancia de 42% hasta junio en ese fondo, Harbinger Capital Partners I, gracias a varias inversiones relacionadas a commodities, entre otras áreas.

No es una sorpresa que los inversionistas que apostaron en contra de las inversiones hipotecarias y de viviendas estén destacándose, ya que los problemas en el sector inmobiliario de Estados Unidos y otras regiones del mundo se han desbordado a 2008. El desafío real para estos gerentes será entregar desempeños similares cuando esa estrategia haya llegado a su fin.

De hecho, las acciones financieras están al alza este mes, según el índice del sector financiero Dow Jones Wilshire, eliminando algunas ganancias para fondos que apostaron en contra de este sector. Asimismo, recientemente entraron en efecto nuevas normas que restringen ciertas prácticas relacionadas a las ventas al descubierto, una herramienta para apostar en contra de una acción usada por muchos gestores de fondos.

Aun así, algunas de las ganancias se están produciendo en áreas no relacionadas a las viviendas. Extender una buena racha significa mucho para los gerentes, especialmente en fondos más pequeños. No sólo habrá inversionistas felices, sino que una racha exitosa ayuda a atraer grandes sumas de dinero de inversionistas institucionales que exigen un historial de desempeño positivo. Los gestores que siguen sobresaliendo en estos agitados mercados podrían surgir como la próxima generación de superestrellas de los fondos de cobertura.

Aunque no todos los ganadores del año pasado están triunfando. Dos fondos administrados por Marko Dimitrijevic, especialista en mercados emergentes de Everest Capital, estaban aproximadamente 10% a la baja hasta junio, después de aumentar 30% el año pasado. Ni siquiera algunos de los que anticipaban los problemas de varios gigantes financieros han podido escaparse. Los fondos administrados por David Einhorn y William Ackman, por ejemplo, estaban al alza sólo unos cuantos puntos porcentuales hasta junio.

Sin embargo, a varios fondos pequeños y medianos, que manejan desde cientos de millones a casi US\$7.000 millones, que tuvieron éxito el año pasado o les está yendo bien nuevamente.

Clarium Capital Management de Peter Thiel, que aumentó más de 40% en 2007, ha subido más de 50% este año. Short Credit Fund de Andrew Lahde, que bajó 886% el año pasado, está cerca de 10% en alza. Michael Burry, quien generó ganancias de 166% en 2007 comprando seguros para las hipotecas de alto riesgo en Scion Capital LLC, está 8% al alza este año, absteniéndose de comprar acciones financieras y de fabricantes de productos para el consumidor y obteniendo ganancias con las alzas de las divisas extranjeras frente al dólar.

Las ganancias en 2007 fueron más extremas porque muchos de estos inversionistas usaban dinero prestado para hacer grandes apuestas contra las inversiones relacionadas a las hipotecas que colapsaron.

En cuanto a lo que sucederá este año, algunos gestores esperan que el mercado empeore antes de que mejore, a pesar del reciente vigor de las acciones. Son especialmente pesimistas sobre el sector financiero.

Falcone informó a los inversionistas en un reciente comunicado que durante los próximos meses, ellos "desearán buenas noticias, pero recibirán muy pocas".

Daniel Arbess, quien administra el fondo Xerion de Perella Weinberg Partners, el cual aumentó 25% hasta junio después de subir más de 39% el año pasado, según los inversionistas, dijo que las ganancias de los últimos días vinieron de coberturas de posiciones en descubierto, a medida que los inversionistas que habían pedido prestadas acciones y las habían vendido esperando una caída en los precios empezaron a recomprarlas para cerrar esta transacción a la baja. "No hay nada detrás de este repunte.

Habrà riesgo para los inversionistas que se abalanzan a (las acciones) financieras ahora", señaló.

Arbess cree que las compañías que se benefician de los mercados emergentes volverán a la carga.

## NOTAS

**1** El riesgo moral se refiere a la ayuda financiera o política proporcionada a las entidades financieras por parte de instituciones públicas con el fin de solventar las crisis generadas a partir de inversiones de dudosa calificación.

**2** Se refiere a la venta de un activo financiero, para el caso podemos mencionar la venta de acciones sin que el oferente sea el poseedor del título.

**3** Las estrategias de mercado neutrales son aquellas que buscan compensar el riesgo del inversor tomando tanto posiciones cortas (venta del activo) y largas (compra del activo) en determinados activos financieros.

**4** El Ratio de Sharpe es una medida del exceso de rendimiento por unidad de riesgo de una inversión.

**5** CAPM es la abreviatura de Capital Asset Pricing Model, este modelo deduce la relación entre rentabilidad carter y su riesgo sistemático.

**6** Es una opción de venta, a través de contrato en el cual, el poseedor tiene el derecho sobre el activo subyacente más no la obligación de su venta.

**7** El término surge del concepto contable de “pasivo”, o sea las obligaciones que posee la empresa y es añadido el adjetivo “cotingente” en el sentido que dicha obligación no es pagadera en un cien por ciento pero puede producirse en un futuro previsible.

**8** BRIC se le llama a las naciones emergentes de Brasil, Rusia, India y China; las cuales en los últimos años de la década del 2000 han presentado altas tasas de crecimiento económico.

**9** La frontera eficiente es aquella que esta compuesta por la combinación de inversiones que ofrecen la mayor rentabilidad para un riesgo dado.

**10** La Securities and Exchange Commission (SEC) es la encargada de proteger a los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores de los Estados Unidos.

**11** Según “The Investment Company Act of 1940” el inversor es protegido por normas del gobierno que controlan la veracidad, la ética y filosofía de las compañías de inversión de fondos mutuales.

**12** Richard Herring es profesor de Finanzas en Wharton School de la Universidad de Pensilvania

**13** JP Morgan Chase & CO. Es una de las principales firmas de servicios financieros globales, que opera en más de 50 países. La firma posee cinco segmentos de negocios que comprenden: Banca de inversiones, gestión de inversiones y banca privada, títulos del tesoro y servicios de garantía, compañías asociadas a JP Morgan, y por ultimo servicios financieros. Además, la firma forma parte del índice promedio industrial Dow Jones.

**14** Lo componen los 100 principales valores (“blue chips”) de la London Stock Exchange. La capitalización de las empresas que componen el índice supone el 70% del valor total del mercado.

**15** Un fondo de fondos es un fondo que mezcla y combina los fondos de FAR’s de mayor éxito con otro conjunto de vehículos de inversión, repartiendo inversiones entre distintos fondos y vehículos de inversión.

**16** Federal Reserve Corporation (FED) es el sistema bancario central de los Estados Unidos, el cual se encuentra compuesto por una Junta de Gobernadores, el Comité Federal de Mercado Abierto, doce Bancos de Reserva Federal regionales, y de Bancos Privados miembros.

**17** Son aquellos inversionistas que apuestan por deuda de empresas en problemas y que visualizan su venta futura a un mejor precio del que la adquirieron.

**18** Un Credit Default Swap (CDS) es un contrato entre dos partes en el que una de las partes compra protección sobre el riesgo de default (impago) de una cierta cantidad de bonos o deuda, de una determinada compañía, durante un plazo especificado, y la otra parte vende esta protección.



# FONDOS DE ALTO RENDIMIENTO (FAR)

MAFUES IX  
César Armando Chicas Ruiz  
Octubre 2008

# ANTECEDENTES

- Fondos que buscan rendimientos superiores a los del mercado utilizando estrategias de inversión financieras no permitidas para los fondos tradicionales.
- Alfred Winslow Jones en 1949 creó el primer Fondo de Alto Rendimiento.



- En los años 60's se disparó el número de FAR's.
- El crash de octubre de 1987 y el Tiger Management de Julian Robertson.

# FONDOS DE ALTO RENDIMIENTO

- Definición y aspectos relevantes de los FAR'S

Sociedades privadas con un reducido número de participantes

Significativa participación del gestor en el capital social

Operan en varios mercados y utilizan estrategias mercado neutrales

# SELECCIÓN Y ANÁLISIS DE CARTERA

- La selección de cartera de activos en la que invertirán los FAR'S se basa en tres fases:
  - 1) Análisis cualitativo
  - 2) Análisis cuantitativo
  - 3) Análisis de riesgo

# ESTRATEGIAS DE LOS FAR'S

- Para que los FAR'S obtengan rendimientos superiores a los del mercado, utilizan diferentes tipos de estrategias entre las cuales se pueden mencionar:



Relative Value	Event Driven	Opportunistic
Arbitraje de mercados neutrales	Arbitraje de fusiones y adquisiciones	Global Macro
Arbitraje de renta fija	Arbitraje de activos infravalorados	Gestión de futuros
		Mercados emergentes

# CONSERVANDO EL CAPITAL

- Para los gestores de los fondos la conservación del capital es el objetivo principal.
- La conservación del capital conjuntamente con los criterios de consistencia, rendimientos de la prima y baja correlación con otras clases de activos resultan muy atractivos.
- Los Hedge Funds ofrecen cobertura en dos diferentes niveles:
  1. Estratégico: A través de estrategias mercado neutrales.
  2. Vehículo de Inversión: Como cualquier otra sociedad los FAR pueden ser considerados un activo en el que se pueden invertir fondos.

# DIVERSIFICACIÓN

- Cada vez se utilizan más herramientas analíticas y estadísticas sofisticadas que ayudan a elaborar carteras de valores diversificadas y de bajo riesgo.
- La diversificación puede mejorar el rendimiento de dos formas:
  - 1) Reduce la variabilidad al incorporar muchas compras-ventas de acciones y estrategias.
  - 2) Contribuye en la planificación de la diversificación.

# APALANCAMIENTO

- El apalancamiento magnifica los beneficios y las pérdidas, a mayor volatilidad del activo es menor la necesidad de apalancamiento.
- Las operaciones en mercados de futuros e inversiones en mercados emergentes no requieren apalancamiento alguno debido a la volatilidad de estas.
- Por otro lado la compra venta de acciones se benefician del apalancamiento.

# LOS FAR'S Y SU REGULACIÓN

- Actualmente, los 3,300 Hedge Funds existentes controlan 1.4 trillones de dólares en activos.
- El despreocupado mundo de los FAR y el capital-riesgo, han conseguido escaparse de la regulación sobre las empresas que cotizan en bolsa.
- Estos fondos desempeñan un papel clave a la hora de proporcionar liquidez al mercado.

# BUSQUEDA DE RENDIMIENTOS SUPERIORES

- El crecimiento de los FAR terminará por socavar las oportunidades de mercado y valoraciones erróneas que han utilizado para generar rendimientos más elevados.
- Compra apalancada de acciones y bonos en los mercados.
- Cuando todos los FAR ejecutan la misma estrategia sus riesgos rápidamente se convierten en riesgos beta no quedando alfas en el mercado.

# CÓMO LA CRISIS SORPRENDIO A LOS FAR'S

- Existen muchos casos en los cuales los FAR sucumbieron ante la crisis de las hipotecas subprime.
- Desarrollo de productos 2/28 y 3/27
- El porqué de esta crisis:
  - 1- Los bancos hacen una transferencia del riesgo a los inversores.
  - 2- El excesivo apalancamiento en la compra de bonos subprime.
  - 3- Nadie en el mercado tuvo en cuenta el riesgo de impago.

# PRÓXIMA PARADA DE LOS CAPITALS DE RIESGO

- A pesar de la crisis inmobiliaria, los FAR y capital de riesgo no han caído.
- Entre los sectores en los que puede apostar el capital de riesgo tenemos:
  1. Tecnológico
  2. Energías Limpias
  3. Genética
- Durante el 2006 los capitales de riesgo expusieron US\$ 25,500 millones. Es decir, menos del 25% de lo invertido en el año 2000.

# REFLEXIÓN ACERCA DE LA CRISIS FINANCIERA

- Fracaso de las políticas de liberalización de los mercados.
- Rescate del gobierno hacia el sistema financiero:
  - 1) Merryll Lynch
  - 2) Fanny Mae y Freddie Mac.
  - 3) Lehman Brothers Holding
  - 4) American International Group
- Instrumentos financieros que transfieren el riesgo: opciones, futuros, titularización y CD's.
- Premio a la especulación y el riesgo.
- Transformación futura de los mercados de capitales.

# CONCLUSIÓN

- Los fondos de Alto Rendimiento FAR presentan dos caras: Una como agentes de especulación y otra como novedosos vehículos de inversión.



“Cuando te enfrentes con muchas posibles soluciones a un problema, escoge la más simple”.