AA59917

TESIS
IF2013
H4

UCAB Universidad Católica ANDRES BELLO

ESTUDIOS DE POSTGRADO
AREA DE CIENCIAS ECONOMICAS
MAESTRIA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

LOS HEDGE FUNDS COMO INVERSION ALTERNATIVA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS CASO LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT (1997), TIGER MANAGEMENT CORP (2000) Y AMARANTH ADVISORS LLC (2006)

Trabajo de Grado presentado como requisito parcial para optar al
Grado de Magister en Instituciones Financieras.

Autor: Hernández González, Henry Jesús
Tutor Prof. Lahoud, Daniel

Caracas, Octubre 2013

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO

ESTUDIOS DE POSTGRADO

AREA DE CIENCIAS ECONOMICAS

MAESTRIA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

LOS HEDGE FUNDS COMO INVERSION ALTERNATIVA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS CASO LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT (1997), TIGER MANAGEMENT CORP (2000) Y AMARANTH ADVISORS LLC (2006)

Autor: Hernández González, Henry Jesús

Tutor Prof. Lahoud, Daniel.

Caracas, Enero 2013

RESUMEN

Hoy en día, los mercados financieros cuentan con una amplia gama de instrumentos de inversión no tradicional, el número de alternativas en el mercado para los consumidores se ha incrementado con el transcurso de los años, ocasionando que los inversionistas busquen nuevas opciones que les permitan obtener la mejor relación Riesgo-Beneficio. Surge de este contexto los llamados Hedge Funds los cuales inicialmente eran fondos que buscaban proteger las inversiones de las fluctuaciones y volatilidad de los mercados, sin embargo, pasado más de 50 años de su existencia, este tipo de inversión alternativa ha demostrado un alcance diferente, que requiere de un mayor estudio y comprensión. Con el presente trabajo de investigación se pretende realizar el análisis metódico de tres casos de Hedge Funds: Long Term Capital Management, Tiger Management Corp, y Amaranth Advisors por ser los más significativos, por la magnitud de sus negocios, sus pérdidas e importancia dentro del sistema financiero, lo cual permitirá develar la naturaleza de este instrumento financiero y facilitará a los inversionistas el conocimiento necesario para invertir bajo esta modalidad.

Descriptores: H*edge Funds, inversionistas, mercados financieros, inversiones alternativas.*

INDICE DE CONTENIDO

RESUMEN 2

INDICE DE GRÁFICOS 6

INDICE DE TABLAS 7

INTRODUCCION 8

CAPÍTULO I 10

EL PROBLEMA 10

I.1 Planteamiento del Problema 10

I.2 Interrogantes de la Investigación 13

I.3 Justificación e Importancia 14

I.4 Objetivos de la Investigación 15

I.4.1 Objetivo General 15

I.4.2 Objetivos Específicos 15

CAPÍTULO II 16

MARCO TEORICO REFERENCIAL 16

II.1 Antecedentes 16

II.2 Bases Teóricas 20

II.2.1 Mercados Financieros 20

II.2.2 Inversiones 26

II.2.3 Fondos de Inversión 28

II.2.4 Los Hedge Funds (Fondos de Inversión Libre) 31

II.2.4.2 Características de los Hedge Funds 32

II.2.4.3 Clasificación de los Hedge Funds 33
CAPÍTULO III 36
MARCO METODOLÓGICO 36
III.1 Diseño y Tipo de Investigación 36
III.1.1 Diseño de la Investigación 36
III.1.2 Tipo de Investigación 37
III.1.3 Nivel de la Investigación 38
III.1.4 Técnicas de recolección de datos 38
CAPÍTULO IV 39
ANALISIS DE RESULTADOS 39
IV.1 Long Term Capital Mangement 39
IV.1.1 Antecedentes 39
IV.1.2 Constitución 40
IV.1.3 Desempeño 41
IV.1.4 Conclusión 46
IV.2 Tiger Mangement Corp 49
IV.2.1 Constitución 49
IV.2.2 Desempeño 49
IV.2.3 Conclusión 58
IV.3 Amaranth Advisors LLC 60
IV.3.1 Constitución 60
IV.3.2 Desempeño 61
IV.3.3 Conclusión 63

IV.4 Análisis comparativo 65
IV.4.1 Recursos Humanos 65
IV.4.2 Estrategia 67
IV.4.3 Riesgo Asumido 69
CAPÍTULO V 72
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES 72
V.1 Conclusiones 72
V.2 Recomendaciones 72
LISTA DE REFERENCIAS 75
Referencias Bibliográficas 75
Referencias Electrónicas 78

INDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO N° 1 "GANANCIAS DESPUES DE IMPUESTO" 45

GRÁFICO N° 2 "APALANCAMIENTO Y CRECIMIENTO DE ACTIVOS" 46

GRÁFICO N° 3 "GANANCIAS DESPUES DE IMPUESTO" 50

GRÁFICO N° 4 "DOW JONES LUNES NEGRO 1987" 53

GRÁFICO N° 5 "EVOLUCION ENTRE EL PRECIO DE LOS CONTRATOS DE GAS NATURAL MARZO Y ABRIL 2007 EN EL AÑO 2006" 63

INDICE DE TABLAS

TABLA N° 1 "CLASIFICACION DE LOS HEDGE FUNDS" 34

TABLA N° 2 "CUADRO COMPARATIVO DE LOS HEDGE FUNDS" 71

INTRODUCCION

Los inversionistas en la actualidad buscan en los mercados financieros obtener la mejor relación Riesgo-Beneficio de los diferentes instrumentos de inversión, los cuales son innumerables y a medida que el entorno económico global avanza son mayores las personas que quieren participar y que desean obtener el mismo objetivo, por lo que dificulta aún más la dinámica ya compleja del entorno financiero.

El presente trabajo de investigación, pretende suministrar la información sobre los Hedge Funds, quienes se han convertido en una inversión alternativa de gran aceptación para los grandes inversionistas debido a los altos rendimientos que se pueden alcanzar a través de ellos, pero que sin embargo, se pueden considerar una de las inversiones más riesgosas que se presentan en los mercados.

A través del análisis metódico de tres casos de estudio: Long Term Capital Management, Tiger Management Corp. y Amaranth Advisors, se busca facilitar a los inversionistas el conocimiento necesario para decidir si realmente se encuentran en la capacidad para invertir bajo esta modalidad y si verdaderamente podría ser considerada por ellos como una alternativa de inversión. A los fines de dar cumplimiento a los objetivos del presente estudio, el marco de la investigación se dividirá en cinco capítulos para su mejor comprensión.

El Capítulo I expone el problema de investigación, los objetivos y la justificación e importancia del tema estudiado.

En el Capítulo II se desarrollan las bases teóricas requeridas para la comprensión de la investigación y los antecedentes que aportaron los aspectos fundamentales del trabajo.

El Capítulo III describe el diseño y estrategia metodológica que se utilizó para la elaboración de la investigación.

El Capítulo IV, plantea y desarrolla los resultados de la investigación y para culminar, el Capítulo V presenta las conclusiones del trabajo, con sus respectivas recomendaciones sobre la materia estudiada.

CAPÍTULO I

EL PROBLEMA

I.1 Planteamiento del Problema

Se pudiera afirmar que el origen de los mercados financieros se comprende de la historia misma del dinero, cuando surge la necesidad de utilizar el mismo como facilitador de intercambio, el dinero fue el eje propulsor de las transacciones de los mercados financieros.

A través de los años los mercados financieros se han modernizado y se han diversificado, los cuales se pudieran dividir dentro de cuatro principales mercados:

- Mercado de Divisas (Foreign Exchange Market); Donde se compran y venden las monedas de los países más importantes del mundo.
- Mercado de Materias Primas (Commodities Market); Este mercado inicialmente sólo operaba las principales "Materias Primas" (Commodities) de importancia global como el algodón, oro, plata, cobre, azúcar, soja, maíz, etc. Utilizando generalmente la modalidad de "futuros" donde se fija el precio hoy, para una venta que se realizará dentro de unos meses.
- Mercado de Capitales (Stock & Bond Markets); Es el mercado más utilizado por los inversionistas, dentro de él se comprenden dos grandes vertientes: el mercado de bonos y acciones de compañías, y el mercado de deuda pública, siendo el de USA el más importante del mundo.
- Mercado de Derivados (Derivative Market); El mercado de derivados ha sido tradicionalmente de uso exclusivo de los manejadores de fondos y de las grandes instituciones financieras del mundo.

Uno de los aspectos más notables de los mercados financieros es que en ellos se pueden conectar dos conceptos fundamentales de la economía como lo son el ahorro y la inversión. El ahorro implica la acumulación de dinero a través del tiempo, donde el capital permanece fijo constantemente, sin ninguna movilidad y si bien se asumen menores riesgos, también disminuyen las posibilidades para incrementar potencialmente dicho capital. En cambio al invertir es factible de que se puedan obtener mayores ganancias que las que se podrían obtener con el ahorro, pero ciertamente los riesgos son mayores, el capital se moviliza y estará sujeto a los vaivenes de los mercados. Ahorrar o invertir implica dos actitudes diferentes.

De la inversión aparecen los denominados inversionistas, definidos por el diccionario de la lengua española (2005 Espasa-Calpe) como la '' [Persona o entidad] que hace una inversión de dinero"... El mercado financiero ofrece a los inversionistas una cantidad diversa de tipos de inversión que la hace irresistible. A medida que los inversionistas conocen más los mercados, quieren invertir más su dinero, el dilema recae en cuál es la mejor opción, las inversiones tradicionales o las inversiones alternativas.

Las inversiones tradicionales según (Mailoc y Rodrigo, 2004) ''...Son programas colectivos de inversión mediante los cuales cierto número de partícipes aporta fondos a una entidad inversora, que se compromete a gestionarlo siguiendo las líneas definidas en los estatutos o mandatos''... adicional expresa que dichas inversiones ''toman exclusivamente posiciones largas (compradas) en una o más de las siguientes categorías de activos'' donde se mencionan:

- Acciones liquidas en mercados desarrollados
- Instrumentos de renta fija y del mercado monetario con bajo perfil de riesgo y elevado rating
- Bienes inmuebles
- Participaciones en otras inversiones tradicionales.

Las inversiones tradicionales tienen como objetivo principal maximizar el rendimiento ajustado a un determinado riesgo de mercado asumido. Al contrario de las inversiones alternativas, inversión que supone que existen imperfecciones de mercado que permiten encontrar alternativas de inversión que no sean direccionales. Por lo tanto el gestor debe ser capaz de detectarlas y aprovechar estas imperfecciones para obtener beneficios utilizando posiciones cortas (vendidas) y las largas (compradas) en diversos tipos de inversiones como, inversiones de mercado emergente, bonos de alto rendimiento, derivados, acciones, entre otros. Las inversiones de este tipo buscan "maximizar el rendimiento absoluto ajustado a un determinado riesgo absoluto asumido" (Maloic y Rodrigo, 2004).

Lo expuesto anteriormente explica por qué los inversionistas han dirigido sus inversiones a las del tipo alternativas, ya que en ella se puede obtener un mejor rendimiento de su dinero. Los Hedge Funds están íntimamente relacionados con la inversión alternativa, ya que estos son fondos que contienen un conjunto de estas inversiones, lo que facilita a los gestores un mayor grado de libertad en el manejo del patrimonio, libertad con la que pueden concentrar o cubrir los riesgos asumidos.

Hedge significa cobertura, pero los Hedge Funds no son fondos que estén cubiertos, incluso todo lo contrario en muchos casos, se denominó de esta forma gracias a un artículo publicado en 1966 en una revista sobre un fondo de inversión muy especial. El de AW Jones, que explicaba como el mismo cubría el riesgo de mercado (no el resto de riesgos). Este fondo de Alfred Winslow Jones fue creado en 1949 con la propuesta de crear un fondo en el cual el riesgo pasase del modelo habitual, un modelo de selección del momento de inversión de un activo financiero - market timing - a un modelo de selección de activos - el stock picking-.

El fondo A.W. Jones invertía parte de su cartera en compras y otra parte en ventas a plazo (venta de acciones que no se poseían), buscando con esta estrategia quedar cubiertos con el riesgo de mercado, puesto que si el mercado subía ganaba con las posiciones largas y perdía con las cortas, y si el mercado bajaba perdía con las posiciones largas pero ganaba

con las posiciones cortas. La clave, entonces, era la selección de qué valores comprar y qué valores vender.

Ciertamente estos fondos no pueden ser manejados por cualquiera, el gestor debe tener un gran conocimiento del tema, debe tener la capacidad estratégica de cubrir los riesgos que puedan existir.

La inexperiencia al utilizar este tipo de inversión produjo numerosas y sonadas quiebras, 3 de ellas que son objeto de estudio del respectivo trabajo de investigación: el Caso de Long Term Capital Management, que fue Fundada en 1994 por John Meriwether, vicepresidente y jefe en operaciones de bonos en Salomon Brothers. El caso de Tiger Management Corp, que cerró sus operaciones por no poder sostener el valor de sus fondos y el caso de Amaranth Advisors LLC, la cual fue fundada en el año 2000 por Nicholas Maounis.

A pesar de dichos fracasos, los inversionistas continúan siendo atraídos por los Hedge Funds, en vista de esto deben ser objeto de estudio, con la finalidad de obtener la habilidad financiera y la experiencia para determinar si en realidad es bueno invertir en estos fondos que realmente ofrecen mayores retornos.

I.2 Interrogantes de la Investigación

De acuerdo a lo presentado anteriormente, se distingue que los Hedge Funds son fondos de inversión alternativa que requieren ser llevados con cautela, por lo que para realizar un buen análisis de ellos debemos de realizarnos las siguientes preguntas:

¿Cuáles son las características de los Hedge Funds objetos a estudio? ¿Cuáles son los riesgos que asumieron los inversionistas y que beneficios obtuvieron al invertir en ellos? ¿Qué reacción causaron estos Hedge Funds sobre el mercado financiero?

I.3 Justificación e Importancia

La globalización ha cambiado nuestra perspectiva en todos los entornos. Los mercados financieros no han sido ajenos a sus efectos. Los inversionistas para colocarlo de forma coloquial, quieren ser más ricos, la necesidad de obtener más lucro es global y sin límites.

Los mercados financieros le han ofrecido a los inversionistas la respuesta más obvia para duplicar o triplicar su dinero de forma rápida y efectiva. Pero esto no ha sido suficiente para saciar sus necesidades. El mercado se ha diversificado y las alternativas de inversión se han visto altamente demandadas.

En muchas oportunidades la inexperiencia y sobre todo la impaciencia de los inversionistas por obtener mayores rendimientos, ha ocasionado los grandes fracasos financieros que hemos presenciado en el transcurso del tiempo. Afectando gravemente a las personas, empresas, naciones y al mundo entero, recordemos como el tan nombrado crédito hipotecario subprime repercutió sobre el mundo entero, seguimos viviendo consecuencias de esta mala inversión. Podrían ser exageradas las reacciones antes expuestas, pero se debe afirmar que toda inversión requiere de un estudio que llega más allá del "ejercicio de adquisición, asimilación y comprensión para conocer o comprender algo''.

La experiencia ha demostrado que aprendemos de nuestros errores, por ello el enfoque principal de este trabajo de investigación es estudiar los Hedge Funds a través de 3 casos renombrados de fracasos de los mismos, buscando facilitar a los inversionistas el conocimiento necesario para decidir si le gustaría invertir bajo esta modalidad.

I.4 Objetivos de la Investigación

I.4.1 Objetivo General

Explicar en profundidad los casos de Long Term Capital Management, Tiger Management Corp y Amaranth Advisors LLC, para revelar a los Hedge Funds como inversión alternativa.

I.4.2 Objetivos Específicos

- Identificar y categorizar los Hedge Funds de cada uno de los casos de estudio.
- Detallar los riesgos y beneficios asumidos por los inversionistas e interpretar sí la correlación positiva existente entre estas dos variables se encuentra presente.
- Demostrar si las estrategias utilizadas afectaron la actividad regular de los mercados en los que se desenvolvían.

CAPÍTULO II

MARCO TEORICO REFERENCIAL

II.1 Antecedentes

En el trabajo ***"Estudio para la creación de un Hedge Fund (Fondo de Inversión Alternativa) en Colombia" (RUBIO Y BUSTAMANTE, 2010)***, comentan sobre el auge que ha tenido para los inversionistas colombianos las inversiones alternativas como los productos derivados (Swap, Futuros y Opciones), los productos estructurados, las inversiones en bienes raíces y en bienes básicos, debido a la alta rentabilidad que se puede obtener, sin embargo, mencionan que los Hedge Funds son poco conocidos en Colombia.

Explican dentro de su trabajo la definición de los Hedge Funds basándose en el autor William J. Crerend quien en el año 1995 los definió como "Hedge Funds son sociedades privadas con un reducido número de partícipes en las cuales el gestor tiene una significativa participación personal en el capital social, es libre de operar en una amplia variedad de mercados y de utilizar estrategias mercado-neutrales mediante diferentes grados de apalancamiento", definición que se encuentra registrada en el libro "Invertir en Hedge Funds: Análisis de su estructura, estrategias y eficiencia" de Márcos Mailoc López de Prado y Carlos Rodrigo Illera.

La interrogante que queda plasmada en el trabajo es la siguiente… "¿Pese a la actual situación de atraso en materia de inversiones alternativas en la que se encuentra Colombia, es posible formar en el país un Hedge Fund, como mecanismo de inversión que responda a los intereses y satisfaga las expectativas de los inversionistas colombianos?".

La justificación que ellos colocan para la realización de su investigación es que en Colombia se necesitan incrementar las alternativas de inversión que poseen actualmente, y los Hedge Funds al ser un instrumento de inversión que mantiene rentabilidades sostenidas

independientemente de las fluctuaciones del mercado, es la opción considerada por los autores de la tesis más acertada.

Este trabajo se enfoca en un estudio teórico-práctico en el que los autores buscan determinar algunos de los elementos más importantes que deben considerar los inversionistas interesados en los Hedge Funds como vehículo de inversión y así hacer un aporte en la comprensión de este tema en el mercado local.

Las conclusiones a las que llegan son que dentro de los elementos más importantes a analizar cuando se va a considerar un Hedge Fund como inversión se encuentran la rentabilidad, el riesgo, la relación existente entre estos dos elementos, la normativa presente y la estrategia de gestión que emplea.

Concluyeron que los Hedge Funds a pesar de ser más volátiles, ofrecen una mejor relación rentabilidad riesgo que los fondos de inversión tradicionales en el mediano y largo plazo, sin embargo, en Colombia no es posible la creación de los Hedge Funds, debido a las normas jurídicas establecidas en este tipo de inversiones.

En las simulaciones que realizaron para adaptar los Hedge Funds al mercado local colombiano, lograron precisar que con su gestión, los Hedge Funds logran mejorar el desempeño de las inversiones locales aún en contra de las tendencias del mercado.

En la publicación de la Bolsa de Comercio del Rosario BCR denominada ***"HEDGE FUNDS, Notas sobre los Fondos de Inversión Americanos" (MUCCILLI, 2001)***, el autor realiza una investigación profunda sobre los Hedge Funds llegando a las siguientes conclusiones:

El gran incremento de fondos y la alta tasa de crecimiento de los activos administrados por ellos en los últimos 15 años, dan cuenta para el autor que los Hedge Funds están solo comenzando a evolucionar convirtiéndose en el vehículo de inversión de mayor trascendencia de cara a los próximos 10 años.

El objetivo de las estrategias implementadas en los Hedge Funds, persigue la mejora de la relación riesgo retorno. No existe estrategia ideal, se podría considerar que el mejor fondo es aquel en el que se ofrezca los mayores rendimientos en función del riesgo,

quedando como decisión del inversionista la cantidad de riesgo que estaría dispuesto a asumir.

El hecho de no estar regulados, les permite tener un mayor grado de flexibilidad en la implementación de estrategias y herramientas de inversión como también la explotación de la falta de transparencia de la industria.

La utilización de estructuras adicionales como fondo de fondos, que según Márcos Mailoc López de Prado y Carlos Rodrigo Illera son "Hedge Funds que invierten en otros Hedge Funds"...y las Estructuras Master/Feeders que es aquélla en la que el "Hedge Funds Master se sirve de diversos fondos que lo alimentan de recursos"(p.130) (2004), denominados Hedge Funds Feeder, proveen a los inversionistas diferentes alternativas de inversión dentro del mundo de los Hedge Funds. La estructura más beneficiosa parece ser el fondo de fondos debido a que es el que posee menor riesgo gracias a la mayor diversificación de las inversiones, el precio a pagar por estos beneficios se centran en las comisiones que cobran.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores en Madrid España realizó un trabajo de investigación titulado ***"Estudio sobre la Industria de los Hedge Funds" (2006)***, el cual se centra en el reglamento para las IIC (Instituciones de Inversión Colectiva), y fue realizado buscando satisfacer los siguientes objetivos:

- Conocer la industria que se puede desarrollar tras la aprobación del reglamento IIC.
- Determinar y elaborar la correspondiente circular de inversión libre que desarrolla el reglamento IIC.
- Concretar las necesidades técnicas y humanas de las distintas direcciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el correcto desarrollo de las funciones propias de la institución: supervisión del funcionamiento de los mercados, cumplir con las funciones de registro de la nueva industria y asegurar la correcta protección a los inversores.

El trabajo de investigación fue realizado por un grupo de autores compuesto por: Carlos Anerillas (Presidente del Grupo), Antonio Carrascosa, Jose Gomez Yubero, Nieves

García Santos, Maribel Cambón, Rodrigo Buenaventura, Elena Brito, Cristina Carrillo, Jose Maria Nogueira y Montserrat Martinez.

Con esto observamos que el motivo principal que llevó la realización de este informe, es debido a que con la regla IIC aprobada el 4 de Noviembre del 2005 en España, permitió la entrada al abanico de inversiones existente en este país a los Hedge Funds o Fondos de Inversión Libre, obligando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España a realizar una guía que incluye un material normativo para que los inversionistas y el público en general, puedan conocer más sobre estos fondos.

Otro trabajo de investigación realizado sobre la regulación de los Hedge Funds, es ***"A Law and Finance Analisis of Hedge Funds" (Analisis legal y financiero de los Hedge Funds) (CUMMING Y NA DAI, 2006)***, investigación en la que los autores analizan el cómo impactaría la regulación de los Hedge Funds, en su estructura y comportamiento.

El desarrollo y la aceptación que han tenido los Hedge Funds en los Estados Unidos de Norteamérica se ha manifestado en un gran auge cuando observamos que en el año 2006, los activos totales estimados eran de un billón de USD y para el año 2008, los activos totales estimados de estos fondos llegaban a los 2.5 billones de USD.

El crecimiento que han experimentado estos fondos de inversiones, implica un riesgo sistemático de gran amplitud que ha logrado llamar la atención del ente regulador del mercado en USA, la SEC (US Securities and Exchange Commision). En otros países, estos fondos sufren de estrictas regulaciones como un capital mínimo para funcionar, restricciones de mercado, así como en la participación de los inversionistas entre otras regulaciones.

II.2 Bases Teóricas

En las Bases Teóricas se presenta información textual o documental sobre las variables en estudio y puntos que tengan estricta relación con estas, de manera que se presente toda la información principal y complementaria relacionada con el tema del trabajo de investigación. En fin, se trata de definir conceptos y ampliar los datos e información sobre la problemática abordada y los factores que la constituyen.

II.2.1 Mercados Financieros

Existen varias definiciones de Mercado Financiero, Fabozzi, Modigiliani y Ferri (1996) lo definen como "Un mercado financiero es donde se intercambian activos financieros." (p.6). (Loring, Galan y Montero 2004) por su parte, dicen que es "El mecanismo por el que se intercambian activos financieros contra dinero en efectivo y se determinan sus precios." (p.69). Mientras que (Lahoud, 2003) lo define como "el lugar o el mecanismo donde se encuentran la demanda y la oferta de fondos en la economía". (p.236)

Otra definición que vale la pena mencionar es la que define (Bello, 2007) "El mercado financiero puede ser definido como un área geográfica, en la cual, mediante una variada gama de mecanismos, practicas e instrumentos se realizan operaciones de compra-venta de activos financieros y se determinan sus precios"

Con estos conceptos vemos que los Mercados Financieros son el lugar, debido a que puede ser un sitio físico, o el mecanismo, ya que en la actualidad las negociaciones se pueden realizar a través de múltiples formas y sistemas, en donde se negocian los activos financieros, proporcionando de esta forma liquidez a los instrumentos negociados.

En los Mercados Financieros como sucede en todos los Mercados, se encuentran la Oferta y la Demanda, los compradores y vendedores de los activos financieros interactúan determinando de esta forma el precio al que se negocian estos activos y el rendimiento que

los inversionistas podrán obtener de ellos. Los Mercados Financieros también reducen los costos de las transacciones, es decir, el costo de la información y el costo de búsqueda, esto se debe a que facilita el encuentro entre compradores y vendedores, lo que hace que los gastos para anunciar la intención de compra o venta de un activo financiero sean menores, así como los gastos en que se pueda incurrir para tener la información sobre el activo financiero que se desea, en un buen mercado financiero, esta información debe ser fácil de adquirir.

II.2.1.1 Características de los Mercados Financieros

I. Amplitud: Dentro de la amplitud encontraremos la cantidad de activos financieros que se negocian en los mercados financieros, mientras exista una mayor variedad de activos, el mercado financiero se considerará más amplio.

II. Profundidad: La profundidad en un mercado financiero vendrá determinada por la cantidad de activos financieros que sean ofertados y demandados en un determinado momento, es decir que mientras mayor sea la cantidad de demandas y ofertas de un activo financiero así será su profundidad, permitiendo acercar el mismo al precio justo.

III. Libertad: Esta característica vendrá determinada por la facilidad que tengan los participantes para entrar, salir y operar en el mercado financiero.

IV. Flexibilidad: Viene dada por la rapidez con la que los agentes económicos (compradores y vendedores de títulos) reaccionan ante cambios en las condiciones del mercado.

V. Transparencia: La transparencia de un mercado financiero, vendrá determinada por la facilidad que tienen los participantes de obtener la información necesaria sobre los activos financieros que se negocian.

II.2.1.2 Clasificación de los Mercados Financieros

Para la clasificación de los Mercados Financieros, utilizaremos la encontrada en el libro "*Operaciones Bancarias en Venezuela*" realizado por Gonzalo Bello.

I. ***Por el status de los mercados financieros***:

- Mercado Primario: Mercado en el que se realiza la colocación inicial de todos los activos financieros, letras del tesoro, papeles comerciales, bonos de la deuda pública, etc.
- Mercado Secundario: Luego de que un activo financiero fue colocado en el mercado financiero, puede ser negociado a un precio en el mercado secundario antes de que el mismo llegue a su fecha de vencimiento o sea rescatado por el ente emisor del activo. El mercado financiero, es el que proporciona liquidez y permite a los inversionistas vender los activos que haya adquirido en el mercado primario.

II. ***Por el tipo de Instrumento Financiero Negociado:***

- Mercado para instrumentos de Deuda: Se colocan instrumentos financieros que otorgan a sus tenedores el derecho a recibir por parte de los emisores una remuneración en la forma de intereses, y en caso de ser colocados a descuento (valor menor al 100%), una ganancia de capital, lo positivo para los emisores de este tipo de deuda, es que no otorgan derechos de propiedad.
    - Mercado para Instrumentos Públicos: Mercado en el que se colocan los instrumentos emitidos por los Bancos Centrales o los entes gubernamentales.
    - Mercado para Títulos Privados: Mercado en el que se negocian los títulos emitidos por las empresas que necesitan fondos para realizar alguna inversión real.

- Mercado Para Acciones: En este mercado se colocan las acciones emitidas por las empresas, a diferencia de los títulos, en algunos tipos de acciones los dueños pueden tener derecho de propiedad de la empresa.

III. ***Por el Plazo de Vencimientos de los Instrumentos:***

- Mercado Monetario: Es el mercado en el que se negocian instrumentos financieros cuyo plazo es igual o menor a un año, también es llamado el mercado de dinero, en él se encuentran los siguientes instrumentos:
    - Mercado Interbancario: Mercado en el que las Instituciones Bancarias se otorgan préstamos a muy corto plazo para solventar problemas puntuales de liquidez. El plazo más utilizado es de un día y por ello también es conocido como el Mercado Overnight.
    - Mercado Monetario para Valores Públicos: Es aquel mercado en el que se negocian los activos financieros emitidos por los entes públicos cuyo vencimiento es menor o igual a un año, las letras del tesoro el instrumento más negociado por el Estado con plazos menores a un año.
    - Mercado Monetario para Valores Privados: En este mercado, el Sector Privado es quien emite activos financieros con plazos menores a un año, los instrumentos típicos de este mercado son: Papeles comerciales emitidos por Sociedades Anónimas no financieras con plazo superior a 15 días y menor a 360 días, participaciones emitidas por los bancos a través de la mesa de dinero, entre otros.
- Mercado de Capitales: Es aquel mercado en el que se realizan colocaciones de instrumentos financieros que poseen un plazo de vencimiento superior a

un año. Dentro del mercado de capitales podemos encontrar los siguientes mercados:

- Mercado de Valores: En el cual se negocian instrumentos financieros de Renta Fija como bonos de la Deuda Pública, o bonos emitidos por empresas privadas, así como también instrumentos de Renta Variable como las acciones emitidas por sociedades anónimas.
- Mercado de crédito a mediano y largo plazo: En este mercado es donde acuden los agentes deficitarios de dinero para solicitar préstamos con plazos mayores a un año a las instituciones financieras.

IV. ***Por el plazo de entrega del Activo Financiero:***

- Mercado Spot o Regular: Es aquel en el que las operaciones realizados con los activos financieros no superan el plazo regular, T+2 en operaciones de Mercado Monetario y T+3 en el Mercado de capitales.
- Mercado para Instrumentos Derivados: Son transacciones en las que el comprador llega a un acuerdo con el vendedor a través de un contrato de compra venta para que la entrega del mismo sea realizada en una fecha diferente a la del mercado regular, en este mercado se pueden tranzar activos financieros y activos subyacentes como la materia prima (Petróleo, trigo, Maíz, etc.).

Dentro de los Mercados Financieros nos vamos a centrar un poco en el Mercado de Capitales para comentar sobre los elementos que participan en estos mercados.

II.2.1.3 Elementos del Mercado de Capitales

- Ente Regulador: En nuestro país se encuentra la ***Comisión Nacional de Valores***, así como en Estados Unidos se encuentra ***The U.S. Securities and Exchange Commission***, estos organismos tienen como objetivo promocionar, regular, vigilar y supervisar al Mercado de Valores.
- Caja de valores: Es un sistema que permite la custodia y el intercambio de los títulos desmaterializados que se negocian en el mercado de valores, en el que cada una de las partes debe colocar sus instrucciones según lo acordado en precio, valor nominal, y fechas para que al momento en que el sistema compensa, se hagan efectivas las operaciones realizadas. En Venezuela existen dos sistemas en los que se puede mantener la custodia de los títulos, la Caja Venezolana de Valores, en la que cualquier inversionista puede dejar en custodia los títulos, o el Banco Central de Venezuela para las Instituciones Financieras que tengan Letras del Tesoro o títulos de Deuda Pública Nacional. Los sistemas de custodia o cajas de valores más importantes a nivel mundial son Clearstream (Anteriormente llamada Cedel) y Euroclear, en ellas se puede mantener la custodia de una gran variedad de títulos de deuda, acciones y letras del tesoro.
- Bolsa de Valores: Mercados Secundarios Oficiales en los que se pueden negociar las acciones y valores convertibles o que otorguen el derecho de adquisición o suscripción, proveyendo un lugar físico y los servicios necesarios para que vendedores y compradores de títulos valores, efectúen transacciones a través de Corredores de Bolsa, Accionistas y o sus Apoderados.
- Entidades Emisoras: Son las Instituciones que emiten y colocan títulos valores en los mercados organizados para buscar un financiamiento.
- Intermediarios: Como elementos intermediarios en el Mercado de Capitales se pueden encontrar dos, los corredores de bolsa, que son las personas naturales o jurídicas que previa autorización del ente regulador puede participar en la Bolsa de Valores y las

Casas de Bolsas, instituciones que funcionan con autorización del ente regulador y pueden realizar todas aquellas actividades de intermediación de títulos valores y actividades conexas.

II.2.2 Inversiones

Las personas pueden realizar dos cosas con el dinero que poseen, consumir el mismo, o ahorrar este dinero para que sea utilizado en el futuro, "la inversión es un sacrificio del consumo presente que realizan las personas para obtener un mayor consumo en el futuro" (Merret y Sykes). Algo muy parecido nos comenta P. Masse quien define a la inversión como "el cambio de una satisfacción inmediata y cierta a la que se renuncia, contra la esperanza que se adquiere y de la cual el bien invertido es el soporte", estos conceptos los comentan *Luis Alegre, Carmen Berné y Galve Górriz* en su libro **Fundamentos de economía de la empresa: perspectiva funcional**, quienes a su vez sustraen de los mismos los siguientes elementos y características:

1) El sujeto decisor: Comentan que al momento de realizar una inversión, la misma debe de venir acompañada de una decisión, esta decisión puede ser tomada por una persona o un grupo de personas quienes son denominadas sujeto decisor.
2) El Objeto de la Inversión: En este punto nos dicen que "la inversión recae sobre uno o un conjunto de bienes o derechos que pueden ser de muy distinta naturaleza: edificios, plantas, maquinarias, patentes, etc." (Alegre, Berné y Galve) (p.413)

   En este punto en particular, le consiguen un nuevo concepto a la inversión pero menos general, definiéndola como "todo desembolso de recursos financieros para adquirir bienes concretos duraderos o instrumentos de producción, que solemos denominar bienes de equipo y que la empresa utiliza durante varios ciclos económicos para cumplir con sus objetivos." (Alegre, Berné y Galve) (p.413)

3) Compromiso de Recursos: El acto de invertir requiere que los interesados en realizar la inversión deban colocar o asignar recursos para adquirir el objeto de la inversión para un largo período.
4) Sacrificio de Consumo Presente por Beneficios Futuros: El hecho de que se deban colocar recursos, imposibilita la utilización de estos recursos en otros que podrían generar una utilidad o satisfacción presente.
5) Beneficios Futuros Inciertos: Es muy difícil saber con seguridad lo que puede acontecer en el futuro, por este motivo, los beneficios a obtener de una inversión realizada siempre tendrán un grado de incertidumbre.

Entre otras definiciones que podemos conseguir sobre la inversión se encuentra la de Tarragó Sabaté (1986) quien la define como "la inversión consiste en la aplicación de recursos financieros a la creación, renovación, ampliación o mejora de la capacidad operativa de la empresa" (p. 308) y la de Peumans (1967) quien dice que "la inversión es todo desembolso de recursos financieros para adquirir bienes concretos durables o instrumentos de producción, denominados bienes de equipo, y que la empresa utilizará durante varios años para cumplir su objeto social".(p.21)

II.2.2.1 Clasificación de las inversiones

I. ***Según el tipo de Inversión:***

- Inversiones Reales: Representa el desembolso por parte de los inversionistas para mejorar, ampliar o renovar, la estructura física de la empresa y/o los equipos utilizados para el funcionamiento de la misma.
- Inversiones Financieras: Las Inversiones Financieras serán todas aquellas realizadas por los inversionistas con la intención de obtener ganancias sobre el excedente de liquidez que posean, con este dinero pueden comprar acciones de otras empresas, invertir en bonos emitidos por otras empresas o

el Estado, adquirir productos financieros creados por las instituciones financieras, etc.

II. ***Según el sujeto que realiza la inversión:*** Una inversión puede ser realizada por personas jurídicas, personas naturales o el Estado.

III. ***De acuerdo a la intención de realización:***

- Inversiones temporales: Son títulos valores que pueden ser convertidos fácilmente en efectivo, este tipo de inversiones se realiza cuando los inversionistas desean salir de los títulos valores en un plazo menor a un año.
- Inversiones permanentes: Son títulos valores sobre los cuales el inversionista tiene el serio propósito de mantenerlos en su posición por un plazo superior a un año.

En el trabajo de investigación que se va a realizar, hablaremos de los Hedge Funds, los cuales son fondos de inversión que se encuentran dentro de la clasificación de inversiones financieras.

II.2.3 Fondos de Inversión

Los fondos de inversión funcionan como un instrumento de ahorro en el que se reúnen una cantidad de personas formando una sociedad con el fin de invertir y generar ganancias con este dinero invertido. Estos fondos representan una de las formas más rentables tomando en cuenta a los instrumentos de inversión que se encuentran en los mercados. La forma en la que trabajan los fondos de inversión, es organizar a un grupo de inversionistas buscando un fin común, lo que lo convierte en una sociedad de inversión colectiva en la que todos los participantes esperan recibir mayor rentabilidad por la suma de sus capitales que lo que ganarían de manera individual, en otras palabras lo que se hace es juntar un patrimonio entre el aporte de varias personas para maximizar el beneficio que pudieran conseguir individualmente.

II.2.3.1 Clasificación de los Fondos de Inversión

I. ***Fondos de inversión de carácter financiero:***

- Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM): Estos fondos tiene como objetivo exclusivo la compra, tenencia, disfrute y venta de valores y otros activos financieros. Los FIM invierten más del 90% de su activo en valores cotizados en mercados de valores: deuda pública, renta fija privada, acciones e instrumentos derivados.
- Fondos de Inversión en activos del Mercado Monetario (FIAMM): Son fondos que invierten en activos de renta fija, como las Letras del Tesoro y los Bonos de Deuda Pública, e instrumentos financieros de elevada liquidez, es decir, activos financieros a corto plazo del mercado monetario. Por tanto, ni los valores de renta variable, ni los instrumentos derivados cuyo subyacente sean acciones o índices de renta variable, ni valores de renta fija cuyo vencimiento sea superior a 18 meses, forman parte del patrimonio de los FIAMM.
- Fondos de Inversión Mobiliaria sobre Fondos: Son Fondos de inversión mobiliaria que invierten el 50% o más de sus inversiones en otros fondos de inversión mobiliaria.
- Fondos Tesoros: Son fondos de inversión en el que la mayoría de la inversión se realiza en deuda pública del Estado. Estos fondos pueden tener la clasificación de FIM o FIAMM en función del plazo de realización del activo.

II. ***Fondos de Inversión en Activos no Financieros***

- Fondos de inversión inmobiliaria (FII): Son fondos de inversión que invierten Fundamentalmente en inmuebles urbanos con el objetivo de obtener rendimientos con el alquiler de los mismos, obteniendo de esta forma un flujo de rentas netas con origen en la actividad propia de los alquileres de todos los inmuebles y cuentan también con la variación del precio de los activos inmobiliarios en el tiempo. Este tipo de fondos de inversión ha presentado un comportamiento

excelente durante la burbuja inmobiliaria, pero actualmente muchos fondos de inversión inmobiliaria se encuentran con problemas de liquidez originados por la poca demanda de los inmuebles.

- Fondos de inversión en materias primas: Estos fondos de inversión operan directamente en el mercado de materias primas, como son el petróleo, algodón, azúcar, inversiones en vino o cacao. El funcionamiento de estos fondos parte de la compra y venta directa de materias primas así como en la emisión de activos financieros reflejados en los valores presentes y esperados de dichas materias primas.

III. ***Fondos de Inversión por el tipo de Gestión***

- Gestión Activa: Gestión en la que se marcan unos objetivos de rentabilidad que deben ser conseguidos en un tiempo determinado. Este tipo de gestión le permite al gestor tener plena libertad dentro de la composición de los activos que invierta en el Fondo.
- Gestión Pasiva: Fondos de inversión que no requieren la gestión dado que se limitan a imitar la evolución de un valor o índice concreto. Imaginemos que queremos un fondo de inversión que se comporte igual que el Dow Jones, lo que se debe hacer es distribuir los activos del fondo en la misma proporción en que se encuentra el índice Dow Jones.
- Multigestión: Consiste en diversificar la cartera del fondo en distintos tipos de inversiones y colocar a gestores especializados para que administren las distintas partes de la cartera. El fondo deberá contar al menos con un analista y gestor especializado en cada mercado para maximizar el beneficio de las inversiones que realiza el fondo de inversión en cada momento.
- Alternativa: Busca rentabilidad absoluta dejándose guiar por el comportamiento del mercado. Por ejemplo, si tenemos un fondo de inversión invirtiendo en renta variable, el fondo operará con acciones en situaciones alcistas

del mercado y operará con ventas a crédito de acciones o contratos de futuros en situación bajista.

IV. ***Clasificación según la gestión de los beneficios***

- Fondo de inversión de reparto: Fondo de inversión que reparte dividendos en función de los resultados obtenidos por el propio fondo.
- Fondo de inversión de capitalización: Fondo que no reparte dividendos y los beneficios se integran dentro del patrimonio del fondo, por lo que los partícipes obtienen su rentabilidad solo cuando venden las participaciones del fondo y materializan las revalorizaciones acumuladas en el tiempo.

II.2.4 Los Hedge Funds (Fondos de Inversión Libre)

Definir los Hedge Funds, puede considerarse algo complicado. Sus traducciones en español son variadas, fondos de riesgo, fondos de cobertura, fondos de inversión libre entre otros. Sin embargo estas traducciones no definen claramente su concepto. El termino Hedge como mencionamos en el capítulo anterior, fue utilizado por primera vez en un fondo gestionado por Alfred W. Jones que combinaba posiciones en valores cortas y largas con el fin de realizar una cobertura de la cartera frente a los movimientos del mercado.

Los Hedge Funds, son fondos que invierten su patrimonio en productos muy agresivos que normalmente están vetados a los fondos de inversión tradicional; como las ventas de acciones al descubierto, swaps, futuros, divisas. Usualmente estos fondos están exentos de la mayor parte de las regulaciones que deben poseer otros fondos de inversión tradicional, como las obligaciones de liquidez, límites de concentración de activos, etc. El objetivo primordial de los Hedge Funds, es el de reducir la volatilidad y el riesgo, buscando obtener rendimientos positivos ante cualquier cambio que exista en el mercado.

Históricamente, los Hedge Funds han ofrecido un desempeño superior al de las acciones y los bonos, sin embargo, es difícil conseguir un record completo del desempeño

de los Hedge Funds motivado a que los mismos no están obligados a reportar sus resultados.

II.2.4.1 Estructura

La estructura de los Hedge Funds suele formarse a partir de una sociedad de capital desde el punto de vista jurídico, donde el principal partícipe se convierte en el gestor de los mismos y responsable principal de las decisiones de inversión; el resto de los socios se consideran los inversionistas. Para completar la estructura de estos fondos, debe existir una figura de Prime Broker (Broker Principal), a través del cual se gestionaran todas las operaciones y un Custodian (Custodio), como órgano no vinculado a los inversores que debe velar por los activos negociados.

II.2.4.2 Características de los Hedge Funds

- Vehículo de inversión colectiva que está organizado de forma privada, gestionado por sociedades profesionales.
- Persiguen rendimientos absolutos en lugar de rendimientos relativos basados en un índice de referencia.
- Utilizan técnicas de inversión financieras no permitidas para los fondos tradicionales como venta al descubierto, seguro de impagos; y compra de valores mediante apalancamiento agresivo.
- Sometidos a una reducida regulación o en algunos casos sin regulación.
- Sujetos a escasas obligaciones de información y no poseen límites para los niveles de liquidez.

II.2.4.3 Clasificación de los Hedge Funds

I. **Estrategia Market Neutral:** Estrategia en la que el gestor del Hedge Funds tomará posición sobre acciones del mismo sector, o acciones que exhiban una codependencia estable que ocasione compensación mutua en los riesgos del mercado, de esta forma, los gestores se posicionaran largo en las acciones con mayor potencial y en corto en aquellas que posean un menor potencial. Con esta estrategia se mitiga el riesgo que proporciona el mercado, sin embargo, una de las dos acciones se verá más beneficiada que la otra por lo que la decisión del gestor toma un papel muy importante en esta estrategia.

II. **Estrategia Long Short Equity:** Una de las estrategias más utilizadas por los Hedge Funds, la misma consiste en tomar posiciones largas en acciones de una empresa que el gestor del Hedge Fund percibe subvalorada por el mercado, y posiciones cortas en acciones de otra empresa que percibe que se encuentran sobrevaloradas en el mercado.

III. **Directional Trading:** Esta estrategia consiste en la apuesta que los inversionistas realizan al movimiento futuro que tendrá una acción, de esta forma tomarán posición corta (si se piensa que el precio de la acción caerá en el futuro) o larga (si se piensa que el precio de la acción subirá en el futuro) dependiendo de su pronóstico.

IV. **Specialty Strategies:** Cuando las inversiones son realizadas en uno o varios mercados, Mercado Emergente, Divisas, etc.

TABLA N° 1 "CLASIFICACION DE LOS HEDGE FUNDS"

GRUPO	CATEGORIAS
PRIMER GRUPO ***MARKET NEUTRAL*** **Expuestos a menos riesgo, buscan obtener un retorno de inversión**	**Equity Market Neutral:** El gestor tomara en una misma proporción posiciones cortas (para el instrumento que considere que pierda valor), y largas (para el instrumento que considere que gane valor) de instrumentos financiaros, cubriéndose de esta forma de las oscilaciones del mercado.
	Event Driven: Enfocado a estrategias de inversión ante eventos extraordinarios. Compra de acciones de empresas cerca de la quiebra, por fusionarse, cerca de la bancarrota, en restructuración, etc.
	Market Neutral Arbitrage: Adquieren posiciones de compra y venta de instrumentos financieros similares, con el fin de obtener beneficios a partir de las imperfecciones de los mercados financieros.
SEGUNDO GRUPO ***LONG – SHORT EQUITY*** En este grupo se encuentran las más destacadas estrategias de inversión sobre acciones	**Aggressive Growth:** Aquellas inversiones en empresas cuyos retornos se esperan que crezcan en un futuro.
	Opportunistics: Buscan obtener beneficios a partir de portafolios adaptados a la situación dominante del mercado, permitiéndole al gestor cambiar las posiciones de acuerdo al comportamiento del mercado.
	Short Selling: En esta estrategia los gestores tendrán en su portafolio, mayor proporción en posiciones cortas que largas (en algunos casos no tienen posición larga). Siempre buscaran las empresas que consideren sobrevaluadas.
	Value: Aplican estrategias inversas a las del Short Selling, es decir, toman posiciones largas de empresas que se consideran subvaluadas.

TERCER GRUPO *DIRECTIONAL TRADING* *Son los fondos más expuestos al riesgo propio de cada mercado*	**Managed Futures:** Estrategia en la que los gestores aspiran la conformación de un portafolio rentable en el mercado de futuros, independientemente del comportamiento de la economía.
	Global Macro: Buscan obtener beneficios de las diversas situaciones económicas y políticas de cada economía.
	Market Timing: Cuyos fondos se basan en el análisis Fundamental y técnico de estimar precios de futuros.
CUARTO GRUPO *SPECIALITY STRATEGIES* *Son los fondos más complejos en cuanto a estrategia asumida*	**Emerging Markets:** Fondos que invierten en los mercados emergentes.
	Fixed Income: Fondos que invierte en títulos de Renta Fija.
	Multi Strategy: Son aquellos que usan múltiples estrategias de inversión.

FUENTE "GREENWICH ALTERNATIVE INVESTMENT" Disponible en URL: http://www.greenwichai.com/index.php/hedge-Fund-essentials/strategy-definitions

CAPÍTULO III

En el presente capitulo se presenta el conjunto particular de métodos que se utilizaran para realizar el análisis del tema del trabajo de grado. El sistema de recolección de datos, las herramientas y la planificación de la investigación.

MARCO METODOLÓGICO

Balestrini (2002) define al Marco Metodológico como "...la instancia referida a los métodos, las diversas reglas, registros, técnicas, y protocolos con los cuales una Teoría y su Método calculan las magnitudes de lo real."(p. 126), para que se suministre al lector de forma detallada la información de cómo se realizará la investigación y de esta forma se logre describir cada uno de los pasos que permitirán el logro de los objetivos del estudio.

III.1 Diseño y Tipo de Investigación

III.1.1 Diseño de la Investigación

El diseño de investigación se define Alvira (1986) "... como el plan global de investigación que integra de un modo coherente y adecuadamente correcto técnicas de recogida de datos a utilizar, análisis previstos y objetivos..." y se adecua al tipo de investigación definido en función de los objetivos generales y específicos, no es único ni específico para todas las investigaciones, ya que "Cada investigación, contiene en sí misma, un nivel de especificidad, que puede orientarse hacia la exploración, la descripción, la

explicación, la experimentación o hacia una propuesta operativa factible..." Balestrini (2002) (p.131).

III.1.2 Tipo de Investigación

El tipo de investigación que se realizará es del tipo documental, que de acuerdo con Cázares y otros (2000) "depende fundamentalmente de la información que se recoge o consulta en documentos" (p.18), además se refiere con esto a aquellas fuentes que "se puede acudir como fuente o referencia en cualquier momento o lugar, sin que se altere su naturaleza o sentido, para que aporte información o rinda cuentas de una realidad acontecida". (Ídem).

En el caso particular de esta investigación, nos encargaremos de realizar un análisis metódico de tres Hedge Funds famosos por su gestión, que se estudiarán en sus etapas de: constitución, desempeño y desenlace.

La investigación documental nos permitirá encontrar a través de fuentes de información como libros, artículos de revistas, páginas de internet, programas de televisión, etc. similitudes y diferencias que nos ayudaran a tomar una conclusión genérica sobre los Hedge Funds, logrando determinar las características que distinguen a los Hedge Funds como inversiones alternativas, conocer los riesgos y beneficios de este tipo de inversión, y de esta forma determinar cuál sería la manera más efectiva de gestionar e invertir en los Hedge Funds.

III.1.3 Nivel de la Investigación

El nivel de la investigación se refiere al grado de profundidad con que se aborda un fenómeno u objeto de estudio. Así, el tipo de investigación del presente trabajo de grado será del tipo descriptiva y explicativa, "...que consiste en la caracterización de un hecho, fenómeno, individuo o grupo, con el fin de establecer su estructura o comportamiento"..., expresado así por Selltiz (1980) además expresa que "...los resultados de este tipo de investigación se ubican con un nivel intermedio en cuanto a la profundidad de los conocimientos se refiere...".

III.1.4 Técnicas de recolección de datos

Arias (1997) define los instrumentos como: "Los medios materiales que se emplean para recoger y almacenar la información." Según Arias (1997) los instrumentos de recolección son: "las distintas forman o maneras de obtener la información."

Para el desarrollo de este trabajo se utilizará como instrumento la observación directa. Tamayo y Tamayo (1998) en cuanto a la observación directa nos dice: "es en la cual el investigador puede observar y recoger datos mediante su propia observación." (p.122).

Con respecto a la recolección de datos se recurrirá a las bibliografías escritas por autores afines al tema a analizar, investigaciones efectuadas por estudiantes universitarios, artículos de revistas, así como, noticias y regulaciones gubernamentales que puedan afectar a los Hedge Funds, estableciéndose de esta forma la base de la investigación.

Para evaluar lo efectivo que puede ser el invertir en un Hedge Fund, se realizará un análisis comparativo de los fondos objetos a estudio.

CAPÍTULO IV

ANALISIS DE RESULTADOS

IV.1 Long Term Capital Mangement

IV.1.1 Antecedentes

William John Meriwether, Fundador del Hedge Fund Long Term Capital Management, comenzó su carrera en el año de 1974 como trader de bonos en el departamento de finanzas del banco de inversión Salomon Brothers, después de adquirir la experiencia suficiente determinó la necesidad de contratar traders matemáticos de gran capacidad intelectual y altamente calificados para desarrollar modelos y cuantificar de manera asertiva los mercados, con lo que disminuiría las corazonadas que caracterizaban la toma de decisiones de los traders tradicionales. Fue con esta premisa que constituyó el grupo de trabajo, que denominó *The Arbitrage Group y* que ayudaría a evolucionar de manera significativa al banco de inversión Salomon Brothers. Al transcurrir el tiempo, Jhon pudo evidenciar que sus hipótesis resultaron beneficiosas debido a que las ganancias del banco de inversión se incrementaron significativamente.

Paso el tiempo y en el año 1991 sucedió lo que se llamó el "escándalo de Salomon Brothers", donde según Montagut (1991), se llegaron a adquirir el 57% de los bonos a cinco años emitidos en las adjudicaciones del mes de febrero cuando ninguna de estas empresas podía dominar más del 35% del mercado para evitar un control cercano al monopolio y donde los directivos de Salomon Brothers admitieron superar ese límite mediante compras realizadas a nombre de terceros, sin tener, la autorización de éstos protagonizadas a su vez por, Paul Mozer, trader del Arbitrage Group grupo del cual Jhon Meriwether estaba a cargo, lo que le ocasionó una acusación en su contra por parte de The

Securities and Exchange Commission por mala supervisión de sus empleados, que finiquitó con una suspensión de tres meses, una multa de 50.000,00 USD, y una posterior solicitud de renuncia por parte de Salomon Brothers.

Dilucidado el escándalo en el que se encontraba sumergido, Meriwether se puso en contacto con el Chief Financial Officer (CFO) de Merril Lynch, Daniel Tully, con la finalidad de conseguir capital para implementar en otro ambiente con mayores posibilidades de crecimiento, las estrategias desarrolladas con su grupo de arbitraje, que lo llevarían a fundar el Hedge Fund Long Term Capital Management.

IV.1.2 Constitución

Ya con el apoyo del CFO de Merryl Lynch, Jhon Meriwether se sentía con la confianza necesaria como para llevar a cabo un proyecto ambicioso, según Lowestein (1998) quería recaudar en total 2.5 mil millones de USD para comenzar su nuevo Hedge Fund, cobrando a los partícipes del mismo, un 25% de las ganancias y el 2% anual sobre los activos (Los fondos normalmente cobraban un 20% sobre las ganancias y 1% sobre los activos).

Merril Lynch comienza de esta forma su campaña para captar clientes y construir la cartera de Long Term Capital Management, el dinero conseguido serviría para constituir un fondo central que denominaron Long Term Capital Portafolio (LTCP), filial que funcionaría como su domicilio fiscal y se encontraría ubicada en las Islas Caimán, esta es la que se encargaría de realizar la compra y venta de bonos.

En Febrero de 1994 con base en Delaware y sede principal en Connecticut, Long Term Capital Management comienza a operar como un nuevo Hedge Fund, según Lowestein consiguiendo recaudar 1.25 mil millones de USD, lo que representó la mitad de lo que John Meriwether esperaba.

Su equipo sería básicamente el mismo que lo acompaño en The Arbitrage Group, contaba con Eric Rosenfeld Economista con Ph.D. en finanzas del Instituto de Tecnología

de Massachussetts (MIT); Victor J. Haghani, quien era master en finanzas de la London School of economics; Gregory Hawkins con un Ph.D. en finanzas del MIT; William Krasker, Matemático que también tenía un Ph.D finanzas del MIT; y a Lawrence Hilibrand quien tenía dos títulos del MIT. Adicionalmente a el equipo que lo acompañó en The Arbitrage Group, contrató a dos piezas que fueron claves en la existencia de Long Term Capital Management, a Robert C. Merton profesor de la escuela de finanzas de Harvard, y a Myron Scholes economista egresado de la Universidad de Chicago con un MBA y PHD del University of Chicago Booth School of Business, los dos eran considerados genios y muy conocidos en Wall Street, lograron mientras trabajaban en el Hedge Fund, obtener en el año 1997 el premio Nobel de la economía por un nuevo método que implementaron en la valoración de los derivados y la creación de la formula "The Black-Scholes formula".

IV.1.3 Desempeño

Long Term Capital Management fue un Hedge Fund que según Philippe (2000), tenía como principal estrategia el ***Market Neutral Arbitrage***, intentando tomar ventaja de las pequeñas diferencias que puedan existir en los precios de dos activos financieros muy similares, estimando a su vez que los precios convergieran en el futuro, con esto buscaban tener una posición larga (Comprar el activo en un determinado plazo a un precio convenido) con el activo financiero de menor precio y una posición corta (Vender el activo en un determinado plazo a un precio convenido) con el de mayor precio. Esta estrategia la utilizaron en varios mercados, swaps en bonos del gobierno Norteamericano a largo plazo, en títulos respaldados por hipotecas a largo plazo contra bonos del gobierno Norteamericano a corto plazo, en bonos Europeos con alto rendimiento y largo plazo contra bonos Europeos de bajo rendimiento y corto plazo, Bonos Japoneses, acciones de diferentes clases, entre otros. Adicionalmente continua Philippe, trabajaban con estrategias *non arbitrage*, posiciones cortas en opciones; apostaban en *takeover stocks* (Acciones de

empresas que serán adquiridas por otra y motivado a esto podría incrementar el precio); compra de bonos pertenecientes a países emergentes y de alto riesgo.

Las ganancias que se obtienen al implementar este tipo de estrategias, y motivado a que la mayor parte de la cartera se encontraba en el mercado de Renta Fija, eran bajas, motivo por el cual para poder obtener ganancias significativas debían de apalancarse en proporciones muy altas.

Estas estrategias fueron muy rentables para la firma, según Vilariño (2001) "En los primeros años de funcionamiento LTCM consiguió resultados espectaculares y los rendimientos, netos de comisiones y costes de gestión, fueron un 42,8% en 1995, 40,8% en 1996 y 17,10% en 1997. En este último registro está presente la huella de la crisis asiática.".

El capital del Hedge Fund creció desde 1 mil millones de USD hasta 7 mil millones de USD en el año 1997 con una posición neta en el Balance cerca de los 125 mil millones de USD, de los cuales cerca de 5 mil millones de USD en activos eran de ellos, esto los dejaba con un ratio de apalancamiento sobre activos de 25 a 1, como se observa en la figura 2, en este momento las ganancias del fondo fueron inferiores a las que registraron las acciones de la bolsa Norteamérica, por lo que decidieron devolver a los inversionistas 2.7 mil millones de USD manteniendo una posición neta de 130 mil millones de USD con la excusa de que no existían buenas oportunidades de inversión llevando el ratio de apalancamiento a 28 a 1.

Unas de las operaciones que más realizaban para poder apalancarse y conseguir liquidez eran los **Repos**, efectuaban la venta de algunos de sus activos con el compromiso de comprarlos nuevamente en un tiempo acordado y a un precio convenido, la ventaja que tenían era que normalmente este tipo de operaciones contienen un ***premio***, o como lo conocen en Estados Unidos ***Haircut***, el cual representa la rebaja en el precio que el prestamista le realiza al título, sin embargo, lograban conseguir acuerdos con sus prestamistas en los que el premio era muy cercano a cero e inclusive en algunas oportunidades inexistente. Philippe (2000) comentaba que al hacer esto los bancos, era

muy posible que sí Long Term Capital Management se declarara en default al realizar los Repos, los colaterales podría perder su precio originando grandes pérdidas a los prestamistas.

O'Brien y Holson (1998) exponen también sobre los acuerdos generosos que conseguía Long Term Capital Management con la banca, entre los cuales se encontraba una línea de crédito de 900 millones de USD con el Chase Manhattan y otros bancos sin requerir colateral, montos que superaban con un amplio margen a sus competidores.

Además de esto, el Hedge Fund colocaba condiciones a los inversionistas que eran poco usuales, los inversionistas que desearan participar en el fondo debían mantener en el mismo la cantidad invertida por un lapso mínimo de 3 años, lo cual permitía evitar una salida de fondos masiva, otorgándoles de esta forma una liquidez estable.

El hecho de que este fondo estaba constituidos por empleados que tenían una reputación muy buena en Wall Street, entre los que se encontraban dos premios nobel de la economía y un antiguo vicepresidente de la Reserva Federal, les permitía gozar de los beneficios mencionados, así como también justificaba la poca información que daban tanto a inversionistas como a los bancos sobre sus posiciones.

O'Brien y Holson (1998) comentan que mensualmente proporcionaban a los inversionistas balances de solo dos páginas, en la primera página encontrarían el valor neto de activos del fondo, así como un estado de ganancias y pérdidas, y las incorporaciones y retiros del fondo. La segunda página era un balance abreviado con información trimestral sobre las grandes categorías de inversión, sin embargo, no se detallaban las posiciones que tenían.

Los problemas más graves para el fondo comenzaron en el año 1998, específicamente en los meses de Mayo y Junio cuando los precios de los títulos respaldados por hipotecas en los que tenían una posición larga se fueron a la baja, ocasionando una pérdida del 16%, lo que implicó una caída en el capital de 4.7 mil millones de USD a 4 mil millones de USD, aumentando su ratio de apalancamiento una vez más a 31 a 1.

Luego el 17 de Agosto de 1998, Rusia anuncia una restructuración en el pago de sus bonos, por lo que no pagarían su deuda en ese momento ocasionando así un default en el cumplimiento de sus obligaciones con los mercados financieros, ocasionando como lo menciona Vilariño, una "huida a la calidad", que no es más que la búsqueda de los inversionistas de salir de las posiciones más riesgosas y refugiarse en las más seguras. Esto ocasionó que los precios de la deuda considerada refugio (Alemania y Estados Unidos principalmente) aumentara de precio y los precios de lo considerado de baja calidad cayera, lo cual estaba en contra de la principal estrategia utilizada por Long Term Capital Management en la que esperaban que los precios convergieran.

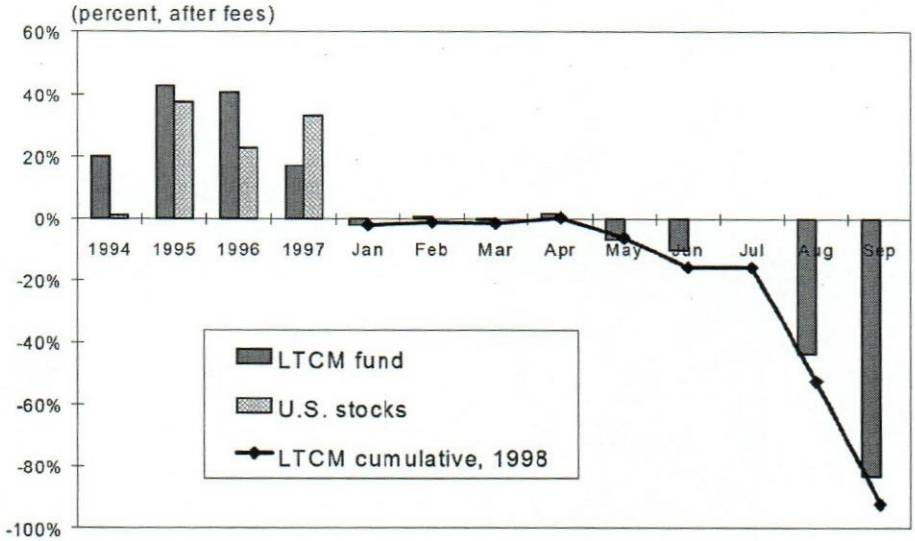
Para el 21 de agosto Philippe expone que el fondo perdió 550 millones de USD y al final de este mes un 52% de lo que valía el fondo en el principio del año, su ratio de apalancamiento en esta fecha ya era de 55 a 1, continua Philippe explicando que después de esta situación, se vieron obligados a escribir una carta a los inversionistas informando sobre las perdidas y solicitando más capital, Meriwether escribió lo siguiente *"Motivado a que es prudente ampliar nuestro Capital el fondo les ofrece la oportunidad de invertir con condiciones especiales de comisiones. Si está interesado en invertir, favor contactarnos..."* llamado al que ningún inversionista respondió.

Las pérdidas del fondo continuaron, para el 21 de septiembre tuvieron otra perdida de 550 millones de USD, como se mencionó anteriormente, gran parte del apalancamiento que tenía el fondo era con condiciones muy beneficiosas para ellos y en muchos casos perjudícales para los prestamistas, esto llamó la atención de la Reserva Federal y para el 23 de septiembre reunieron a 14 bancos que se encargarían de invertir 3.60 mil millones de USD a cambio de controlar un 90% del fondo, esta decisión fue la que permitió evitar un riego sistémico que hubiera sucedido sí LTCM no podía cumplir con sus obligaciones y logrando que para finales del año 1999 los inversionistas pudieran recuperar su dinero.

En el gráfico número 1 se puede observar el comportamiento en cuanto al porcentaje de ganancias netas de comisiones que obtuvo Long Term Capital Management,

se compara con el obtenido por las acciones Norteamericanas en el mismo periodo y las pérdidas mensuales acumuladas registradas por el Hedge Fund en el año 1998.

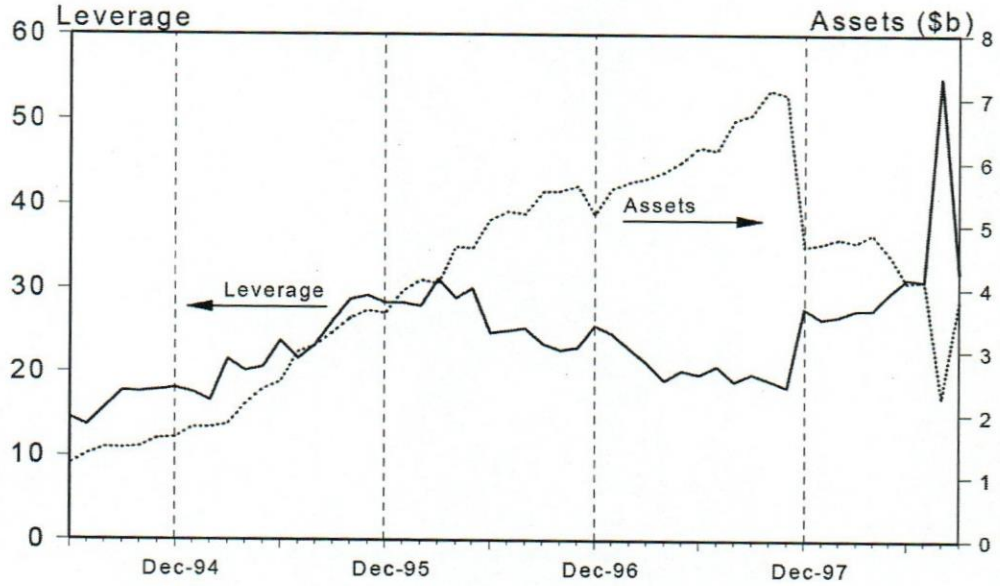
GRÁFICO N° 1 "GANANCIAS DESPUES DE IMPUESTO"



FUENTE Philippe (2000) "RISK MANAGEMENT LESSONS FROM LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT" (P.5)

En el Gráfico número 2 podemos observar el crecimiento en activos así como en el nivel de apalancamiento que tuvo Long Term Capital Management desde sus inicios, según un reporte realizado por "The President's Working Group on Financial Markets" (1999), el ratio apalancamiento sobre activos que presentaban la mayoría de los Hedge Funds registrados en la US Commodity Futures Trading Comision, era menor de 2 a 1 por lo que los niveles que manejaba este fondo, superaban en gran medida los que tenían los Hedge Funds normalmente.

GRÁFICO N° 2 "APALANCAMIENTO Y CRECIMIENTO DE ACTIVOS"



FUENTE Philippe (2000) "RISK MANAGEMENT LESSONS FROM LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT" (P.6)

IV.1.4 Conclusión

Long Term Capital Management fue uno de los Hedge Funds más grandes y uno de los casos más estudiados en la industria, el hecho de que estuviera constituido por personajes de gran renombre en los mercados financieros, permitió generar confianza tanto en las partes que intervenían en sus negociaciones como en los inversionistas que aportaban el capital.

Se caracterizaban por utilizar estrategias de inversión tradicionales para los Hedge Funds, aunque con niveles de apalancamientos muy grandes permitiéndoles obtener un mayor beneficio, el "Converge Trading", también conocido como "Market Neutral Arbitrage", era su principal estrategia, la cual les sirvió para obtener resultados favorables incluso mejores al promedio de las acciones norteamericanas en los primeros cuatro años

de existencia del fondo, comenzando a caer solo cuando empezó la crisis asiática, crisis que afectó a todos los mercados.

El problema principal que tuvo este fondo de inversión fue que con el alto nivel de apalancamiento que tenían, no manejaron de la mejor forma las posiciones de inversión, a pesar de desconocerse completamente la constitución de su cartera de inversión, se sabe que en la estrategia de trading de convergencia que utilizaban, apostaban en un gran porcentaje en contra de la deuda norteamericana, ya que la misma se valora junto a la Alemana con precios más altos que las demás. Ellos consideraban que al acercarse el vencimiento de las deudas de otros países, como los catalogados países emergentes, los precios de ambas obligaciones tenderían a encontrarse.

Comenzaron perdiendo al apostar en contra de la deuda norteamericana y a favor de títulos respaldados por hipotecas en el año 1997 ante la crisis asiáticas, y luego el golpe definitivo que vino en agosto de 1998 cuando Rusia declaró la restructuración del pago de su deuda, motivo por el cual no cumpliría sus obligaciones en los plazos convenidos, en este momento los problemas de liquidez comenzaron motivado a que ante las crisis, los inversionistas evitan adquirir instrumentos considerados riesgosos y buscan refugió justamente en esos títulos en los que el Hedge Fund apostaba en contra.

Los problemas de liquidez comenzaron, y al intentar recaudar capital para buscar solución con los inversionistas, no lo consiguieron, obligando así a la Reserva Federal a idear un plan de rescate para así evitar un Riesgo Sistémico que afectara aún más la ya golpeada economía.

Sin duda alguna este Hedge Fund obtenía rendimientos muy atractivos para los inversionistas, sin embargo, obligaba a los mismos a someterse a condiciones poco usuales como el hecho de que debían mantener su inversión por no menos de 3 años, además de esto, la información sobre las inversiones que realizaban era muy vaga, solo informaban a cada participante el cómo fue el rendimiento de su inversión, por lo que los inversionistas desconocían en que más invertía Long Term Capital Management.

Es difícil la regulación de este tipo de fondos motivado a la pequeña cantidad de participes, y la gran cantidad de dinero que aportan, sin embargo, es importante que se evalúe alguna medida a tomar motivado al Riesgo Sistémico que podrían causar las estrategias tan riesgosas que los mismos asumen. En el caso particular de Long Term Capital Management, el problema principal se desarrolló por culpa de los bancos prestamistas de este fondo, quienes les permitieron, con una serie de condiciones especiales, alcanzar niveles de apalancamientos muy altos sin realizar los procedimientos necesarios para evaluar a un prestatario.

IV.2 Tiger Mangement Corp

IV.2.1 Constitución

En Mayo de 1980 y con un total de activos recaudados de tan solo 8 millones de USD, Julian H Robertson, uno de los inversionistas más importantes en Wall Street, se unió con W. Thorpe McKenzie para fundar el Hedge Fund Tiger Management Corp, debe señalarse que este fue uno de los primeros y más importantes fondos de inversión alternativa, destacándose por su duración y desempeño. Dentro de este orden de ideas, Stephen Taub and David Carey (1994) comentan que Tiger Management Corp tenía como tarifas las habituales de un Hedge Fund tradicional, un 20% sobre las ganancias del fondo, así como un 1% sobre los activos. Cabe considerar que W. Thorpe McKenzie dejaría el fondo en 1982 por compromisos personales por lo que a partir de esta fecha Julian Robertson asumiría todo el protagonismo.

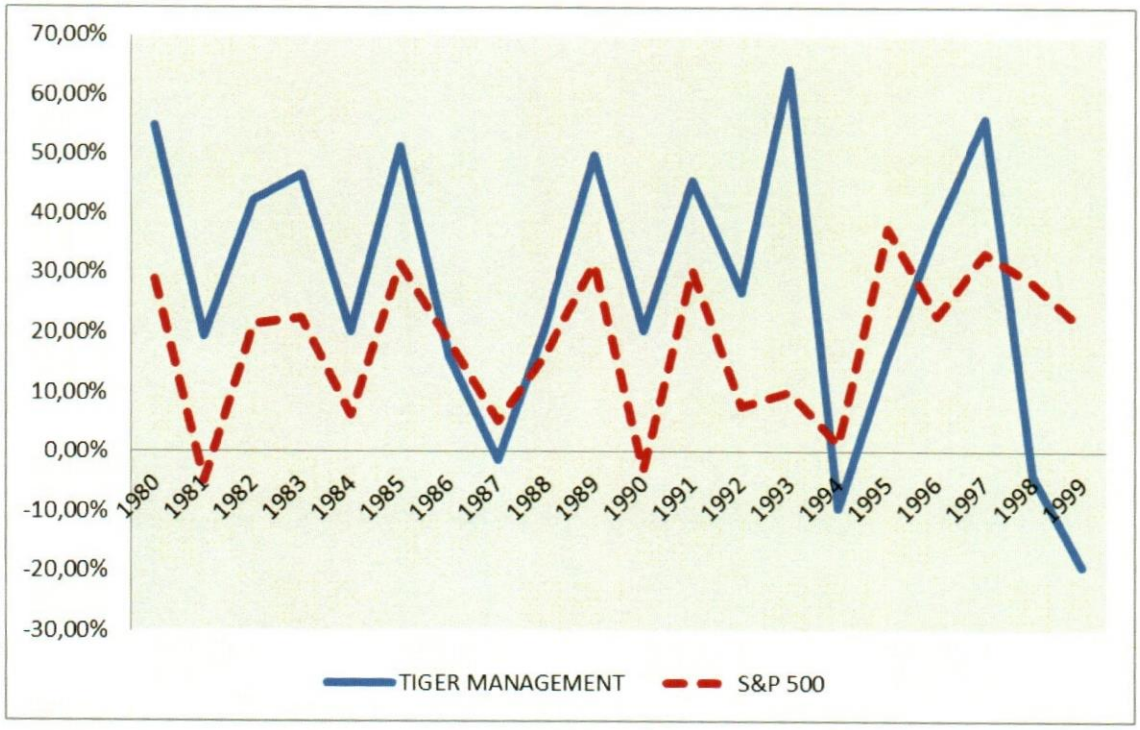
IV.2.2 Desempeño

Julian H Robertson tuvo desde un principio en Tiger Management Corp una amplia comunicación con sus clientes y futuros clientes, siendo esto según palabras de Strachman (2004), un elemento clave para el éxito del Hedge Fund permitiéndole mantener una relación más íntima con sus clientes. Otra clave para el éxito de Tiger, era la red de conexiones que Julian H Robertson había establecido, red que le facilitaba comunicarse con prácticamente cualquier persona por teléfono, ayudándolo a conocer rápidamente sobre las potenciales inversiones a realizar, y la captación de posibles clientes.

Al principio Robertson y McKenzie se encargaban de realizar casi todas las investigaciones y operaciones del fondo, utilizando como la principal estrategia el Long/Short Equity, que es la toma de posiciones largas en acciones de una empresa que se perciben subvaloradas por el mercado, y posiciones cortas en acciones de otra empresa que

se perciben sobrevaloradas. Para finales de 1980 y con tan solo 7 meses de Fundada, Tiger Management Corp logró obtener ganancias después de comisiones de 54.90 %, superando a la obtenida en el mismo año por el índice S & P 500 que llegó a 28.90% (Ver gráfico 3). Mientras que para finales de 1981, obtuvieron una ganancia neta de 19,40 %, en un año en el que el S & P 500 obtuvo un resultado negativo de 4,90%.

GRÁFICO N° 3 "GANANCIAS DESPUES DE IMPUESTO"



FUENTE Strachman 2004 "A Tiger in the lands of Bulls and Bears"

Las ganancias netas continuaron por encima de los índices de las acciones en los años 1982 y 1983, obteniendo resultados netos de 42.40% y 46.70% respectivamente. Al pasar los años, los inversionistas pudieron observar los buenos resultados que estaban obteniendo, por ello deseaban entregar más dinero para invertir dificultando de esta forma la búsqueda de rentabilidad y obligando a contratar más analistas.

En el año 1985, Julian Robertson observaba un crecimiento sostenido en el fondo que administraba, debe señalarse que debido a esto y a tres factores que afectaban la economía Norteamericana; optimismo de alza en el precio de las acciones por parte de los inversionistas en Wall Street; mucha especulación; y caída en el tipo de cambio del dólar, decidió buscar una nueva estrategia de inversión. Strachman (2004), afirma que la estrategia Global Macro fue la que comenzaron a utilizar, intentando obtener beneficios de las diferentes situaciones económicas y políticas que se presentan en otras economías, así como la diversificación de sus inversiones.

Julian Robertson comenzó su estrategia Global Macro apostando en contra del Dólar Norteamericano en el mercado de divisas, obteniendo gracias a la situación presente en el mercado un comportamiento positivo para el fondo, sin embargo, los problemas comenzaron cuando se fueron cortos en acciones de empresas farmacéuticas que consideraban estar sobrevaluadas, mientras que el mercado las veía subvaluadas, lo que ocasionó presión en los precios al alza, causando pérdidas al fondo por lo que Julian Robertson decidió comunicar a sus inversionistas que creía no poder alcanzar en 1985 los resultados obtenidos en los primeros cinco años, aprovechando la oportunidad para solicitar más dinero a los inversionistas para buscar cambiar este pronóstico. De este modo, logro utilizar el nuevo dinero recibido para revertir las perdidas mediante una buena selección de acciones y su apuesta en contra del Dólar Norteamericano, teniendo una ganancia al final del año de 51.40% neto de comisiones sobre el 31.70% que el S&P 500 obtuvo en el mismo periodo.

En el prospecto de Tiger Management Corp que les era entregado a los inversionistas se estableció que el fondo se concentraría en selección de acciones, por lo que si se querían realizar operaciones diferentes a estas se debía informar y solicitar autorización. Por ello en febrero de 1986, Robertson se ve en la necesidad de manifestar su intención de incursionar en el mercado de Futuros en la modalidad de materia prima, motivado a que en el pasado había logrado obtener ganancias a través del mismo,

específicamente con la plata. Una vez conseguida la autorización de los inversionistas, el fondo Tiger Management Corp fue registrado en The Commodity Futures Trading Commission permitiendo de esta forma invertir en este mercado.

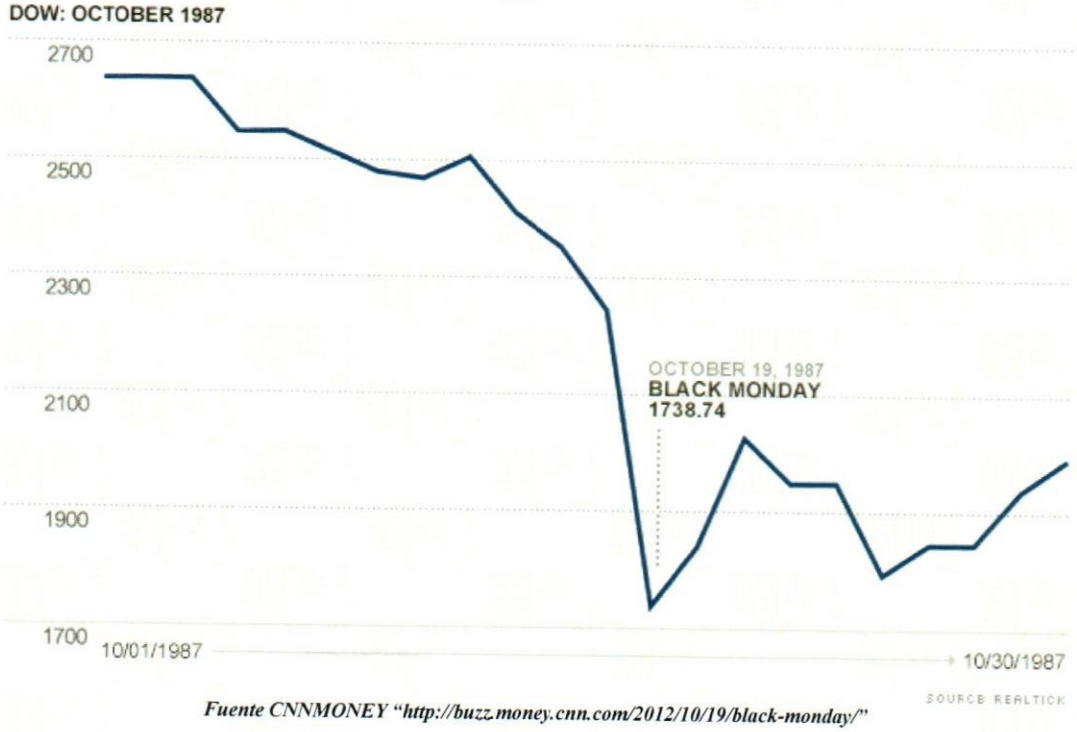
A este punto en el Hedge Fund ya contaban con tres tipos de inversión: Materia Prima, Divisas y Selección de Acciones, sin embargo buscando tomar actitudes más agresiva en el mercado deciden expandirse y crear un nuevo fondo con el nombre de Puma Fund, el cual nos indica Strachman (2004) "obligaba a los inversionistas que quisieran participar a mantener su inversión por no menos de 4 años", permitiéndole arriesgarse pero a la vez evitando poner en riesgo su liquidez.

Para este nuevo fondo contrató a Michael Bills como jefe de inversiones, quien venía de trabajar como trader de acciones y arbitraje en Goldman Sachs. En cuanto a resultados, 1986 era hasta el momento el año en el que se había obtenido la menor de las ganancias la cual llegó a ser de 16.20% después de comisiones, siendo por primera vez superado por el S&P 500 que obtuvo ganancias del 18.70% (Ver gráfico 3).

El año 1987 comenzó con un desempeño poco alentador para el fondo, logrando a principios del año superar al S&P 500 por muy poco y llegando a estar inclusive por debajo en el mes de mayo. A mediados del año se deciden en invertir en The Polar Fund, Hedge Fund que lideraba Gilchrist Berg, y cuya principal estrategia era el mercado en corto, el total invertido fue de 9.4 millones de USD, lo cual representaba el 4% del total de activos del Polar Fund. De esta manera lograron revertir las perdidas y ya para finales del mes de Julio, el fondo logró registrar ganancias del 23.00%. No obstante muchos en el mundo de las finanzas no recuerdan positivamente el año de 1987, el 19 de Octubre ocurrió el que Elena Sans y Rubén J. Lapetra (2007) catalogan como "el famoso y dramático Lunes Negro"..., día en el que "Wall Street registró la segunda mayor caída diaria de su historia – la mayor se vivió en diciembre de 1914- en un inigualable terremoto financiero". Por consiguiente, era evidente que tener un año con resultados positivo se dificultaría.

El índice Dow Jones que representa el promedio de las 30 acciones industriales más significativas de la bolsa de New York, había sufrido en un solo día una caída de 508 puntos, ubicándose al cierre del mercado en 1.738,74 puntos (Ver Gráfico N°4) . Cifra que llego a una caída registrada en un día de 22.60%, y que superó el 12.80% de perdida sufrido el 28 de Octubre de 1929 por la gran depresión. Comenta Strachman (2004) que el panorama para el fondo tampoco fue positivo, el portafolio no se encontraba cubierto de una forma ideal como para tomar ventaja de las pérdidas sufridas en el mercado, lo que ocasionó que al final del año el fondo no obtuviera ganancias por primera vez desde su creación, quedando con un resultado neto de -1.40% comparado con el 5.30% que tuvo el S&P 500.

GRÁFICO N° 4 "DOW JONES LUNES NEGRO 1987"



Fuente CNNMONEY "http://buzz.money.cnn.com/2012/10/19/black-monday/"

Comenzando el año de 1988, en Tiger Management Corp decidieron trabajar en profundizar la diversificación de su cartera, afianzando más sus inversiones en la estrategia

de global macro sobre la tradicional selección de acciones. Robertson analizó la economía Japonesa, determinando que se encontraba sobrevaluada y cerca de una caída en los precios de las acciones, decidió incursionar a este mercado asumiendo posiciones cortas en las acciones que consideraban menos atractivas y largas en las acciones que consideraban más atractivas. Además de esto, incursionó en el mercado de divisas y bonos japoneses con posiciones cortas, pero el asumir tantas posiciones cortas exponía en una proporción alta el fondo, motivo por el cual seleccionó también algunas acciones que consideraban prometedoras para asumir una posición larga, terminaron el año con ganancias después de comisiones del 21.60%.

En 1989 la firma tuvo una combinación de estrategias entre las que se destacó la selección de acciones, produciendo nuevamente un año provechoso. Invirtieron en acciones como United Airlines, American Airlines, Walmart, ToysRUs, Merk y Jhonson & Jhonson, así como la adquisición de bonos de compañías considerados chatarra que rendían hasta un 30 % y la incursión en el mercado Alemán a través de la compra de acciones. Los resultados fueron nuevamente positivos, obteniendo así ganancias del 49.90% neto, superando de esta forma en 18.20% los resultados obtenidos por el S&P 500, índice que se ubicó en 31.70% en el mismo periodo.

Transcurridos 10 años en la vida del Fondo, periodistas financieros comenzaron a relatar sobre el gran desempeño que Tiger había tenido, publicidad que: "traería consigo una nueva ola de inversionistas y fondos de inversión con ganas de colocar su dinero en el fondo" Strachman (2004). Para 1991 el Hedge Fund culminaría con ganancias del 45.60% gracias a que su portafolio gozaba de acciones en empresas, que soportarían una posible recesión Norteamericana, con una postura corta en bancos extranjeros y domésticos, y una posición larga en Marcos Alemanes, la cual consideraba la mejor opción en caso de que la recesión golpeara Estados Unidos y Europa.

Avanzando a 1992 , Tiger Management ya administraba 2.000,00MM de USD, una cifra extraordinaria considerando que comenzaron administrando solo 8 MM de USD y ya para el año 1993 registró la ganancia más alta en la historia de la firma, la cual se ubicó en un 64.40% neto de comisiones (Ver gráfico 3).

En 1995 y 1996 la firma alcanzó 8.000,00MM de USD en activos y una ganancia neta de comisiones combinada en los dos años del 50,00 %, para el momento, se había acentuado en gran medida la estrategia global macro. En el portfolio de Tiger Management Corp, podían encontrarse sus inversiones tradicionales, así como papeles a corto plazo en deuda Canadiense e Italiana, a largo plazo en bonos de Nueva Zelanda, deuda y acciones rusas, hasta un número de posiciones cortas en acciones Japonesas y Mexicanas. Al mismo tiempo nos comenta John Brimelow (1997) que Julian Robertson se interesó en comprar el metal paladio motivado a..."el gran déficit en el que se encontraba este metal", con lo que estimaba un incremento en el precio a corto plazo.

Los problemas para el fondo comenzaron en el año 1998 cuando registraron pérdidas del 3.90%, según un artículo publicado en Cnnmoney,[1] en el mes de Octubre apostaron en contra del Yen y a favor del dólar que caería fuertemente ocasionando pérdidas del 10%, además de esto, semanas antes habían tenido pérdidas por inversiones en contra del mercado japonés. Robertson pensó según Strachman (2004), que el problema para el Fondo era la cantidad de activos que manejaba, lo que les dificultaba movilizar sus inversiones. En 1999 los resultados del fondo estuvieron en rojo nuevamente, pero esta vez las pérdidas fueron del 19% (Ver gráfico 3). Los activos manejados en el fondo habían caído desde 21 mil millones de USD a 8 mil millones de USD para marzo del año 2000 que junto a las pérdidas de 1999 acumulaban un 43% gracias a la llamada burbuja tecnológica, momento en el que las acciones de las empresas tecnológicas fueron al alza, acciones en las

[1] **Tiger fund tamed by yen** (http://money.cnn.com/1998/10/08/markets/tiger/)

que el fondo había adquirido una posición corta, motivado a que consideraban que se encontraban sobrevaluadas.

Es así como el 30 de Marzo del año 2000, Julian Robertson decide escribirles lo que sería la última carta a los inversionistas, en la que anunciaba el cierre del Hedge Fund: (Traducción Propia del inglés al español).

> "En mayo de 1980, Thorpe McKenzie y yo comenzamos los fondos Tiger con un capital total de $ 8,8 millones. Dieciocho años más tarde, los $ 8,8 millones habían crecido a $ 21 mil millones, un aumento de más del 259.000 por ciento. Nuestra tasa compuesta de retorno a los socios durante este período después de todos los gastos fue de 31,7 por ciento. Nadie tenía un mejor registro.
>
> Desde agosto de 1998, los fondos de Tiger han tropezado y los inversionistas de Tiger han apostado fuertemente con sus bolsillos, es comprensible que durante ese período, los inversionistas hayan retirado unos 7,7 mil millones dólares del fondo. El resultado de la desaparición del valor de la inversión y los retiros de los inversionistas ha sido una erosión financiera estresante para todos nosotros. Y no hay ninguna indicación real de un rápido final a la vista.
>
> Y ¿qué es lo que quiero decir con, "no hay un rápido final a la vista?" ¿Qué es "fin" y fin de? "Fin" es el final del mercado bajista en acciones de valor. Es el reconocimiento de que las acciones con retornos de efectivo en caja de 15 a 25 por ciento, independientemente de su rendimiento en el mercado a corto plazo, son grandes inversiones. "Fin" en este caso significa un comienzo para los inversionistas en general a dejar a un lado el impulso y la ganancia potencial a corto plazo en las acciones altamente especulativas para tomar las acciones disponibles más seguras, aun históricamente con altos rendimientos.
>
> Hay mucho de qué hablar acerca de la nueva economía (es decir, Internet, tecnología y telecomunicaciones). Sin duda, la Internet está cambiando el mundo y los avances de la biotecnología serán igualmente sorprendentes. La tecnología y las telecomunicaciones nos traen oportunidades que ninguno de nosotros había soñado.
>
> "Evita la vieja economía e invierte en la nueva y olvídate del precio", proclaman los expertos. Y en verdad, esa ha sido la manera de invertir en los últimos dieciocho meses.

Como ustedes me han escuchado decir en muchas ocasiones, la clave del éxito de Tiger en los últimos años ha sido un compromiso firme en comprar las mejores acciones e ir en corto con las peores. En un entorno racional, esta estrategia funciona bien. Pero en un mercado irracional, donde los ingresos y las consideraciones de precios quedan en un segundo plano sobre los clics del mouse y el impulso, esa lógica, como la hemos aprendido, no cuenta para mucho.

La tecnología actual, la moda del Internet y las telecomunicaciones, impulsada por los deseos de rendimiento de los inversionistas, administradores de dinero e incluso los compradores financieros, sin saberlo, están creando una pirámide de Ponzi destinada a colapsar. La tragedia es, sin embargo, que la única manera de generar resultados a corto plazo en el entorno actual es comprar esas acciones. Eso hace que el proceso sea auto-perpetúo hasta que la pirámide finalmente colapse gracias a su propio exceso.

Tengo mucha fe de pesar que "esto también pasará". Hemos visto períodos maníacos como estos antes, y sigo confiando en que a pesar de la desaprobación actual en la que me encuentro, la inversión de valor sigue siendo el mejor camino. Sólo que hay demasiada recompensa en determinadas acciones mundanas, que la vieja economía ignora. Esta no es la primera vez que la acción del valor ha tomado una paliza. Muchos de los grandes inversionistas de valor produjeron terribles rendimientos desde 1970 hasta 1975 y desde 1980 hasta 1981, pero luego volvieron a sus caudales.

La dificultad es predecir cuándo ocurrirá este cambio y en este sentido no tengo ninguna ventaja. Lo que sí sé es que no hay ningún punto en someter a nuestros inversionistas al riesgo en un mercado que francamente no lo entiendo. En consecuencia, después de examinar a fondo, he decidido devolver todo el capital de nuestros inversionistas, y derribar la cortina de los Tiger Funds. Ya hemos liquidado gran parte de la cartera y planeamos devolver los bienes tal como se indica en el plan adjunto.

Nadie desea más que yo haber tomado este curso previamente. De todos modos, ha sido una experiencia agradable y gratificante de 20 años. Los triunfos de ninguna manera han sido totalmente disminuidos por los recientes reveses. Desde su creación, una inversión en Tiger ha tenido un crecimiento neto de honorarios de 85 veces, más de tres veces el promedio del S & P 500 y multiplicado por cinco-y-una-mitad que el índice Morgan Stanley Capital International World. Lo mejor de todo por mucho, ha sido la oportunidad de trabajar en estrecha colaboración con un grupo único de los compañeros de trabajo e inversionistas.

Por cada minuto de ello, los buenos tiempos y los malos, las victorias y las derrotas, hablo por mí mismo y por una multitud de Tigers del pasado y el presente que les agradecemos desde el fondo de nuestros corazones."

IV.2.3 Conclusión

Tiger Management Corp fue un Hedge Fund que se caracterizó por los buenos resultados que obtuvieron y por durar 20 años en operatividad, cifra que supera la edad media de los mismos que según comenta Rayón (2010) es de 4 años (p.58). Julian H Robertson fue quien Fundó e impulsó los logros que cosecharon, las estrategias y decisiones tomadas les permitió pasar de un capital total inicial recaudado de 8 millones de USD en el año de 1980, a manejar 21.000,00 millones de USD en 1998, logrando obtener durante su existencia un rendimiento superior al 30,00%, cifras que fueron atractivas y muy lucrativas para los inversionistas que decidieron participar.

El Hedge Fund comenzó implementando la estrategia Long/Short Equity, decidiendo correctamente las posiciones en corto y largo que debían asumir, obteniendo de esta forma resultados muy positivos que captaban la atención de nuevos inversionistas. Agregaron la estrategia Global Macro, con el fin de poder diversificar la gran cantidad de dinero que estaban administrando, permitiéndoles invertir en acciones de otros países, e incursionar en el mercado de la Materia Prima y divisas. La comunicación era una de las claves del éxito obtenido por Tiger, siempre informaban a los clientes sobre el comportamiento del mercado, las opciones de inversión que tenían, así como los resultados y riesgos afrontados, buscando inclusive en muchas oportunidades escuchar la opinión de los mismos, además de esto, los clientes no tenían la obligación de mantener su dinero por un tiempo determinado como sucede en otros Hedge Funds que buscan cubrirse de un riesgo de liquidez, en este sentido, observamos que no existía un alto riesgo para los inversionistas al invertir en este fondo, sino más bien para Tiger quienes corren el riesgo de

que por tomar malas decisiones, pudieran enfrentar una corrida de fondos que los obligara a encontrarse en una situación de iliquidez que causara su cierre.

Las instituciones financieras siempre tienen en su operación un grado de apalancamiento que les permite maximizar sus ganancias, en el caso de los Hedge Funds, es muy común que los niveles de apalancamiento sean muy altos. Tiger Management Corp siempre estuvo pendiente de no tener altos niveles de apalancamiento, además de invertir en los mercados de manera equilibrada, evitando que por necesidad de cambiar rápidamente las inversiones pudieran afectar su movilidad en los mismos. Motivado a esto, se puede percatar que el riesgo sistémico que este Hedge Funds representaba no era alto, de hecho, su cierre no afectó a los mercados e inclusive lograron reembolsar a los inversionistas el total de lo invertido.

Julian Robertson siempre estaba atento a nuevas inversiones y sabía cómo diversificarlas, sin embargo, en el año de 1999 comenzó la llamada burbuja tecnológica, momento en el que las nuevas empresas de tecnología e internet tuvieron un auge inesperado desde su punto de vista. En carta enviada a los inversionistas les informó después de perder 43% desde 1999 hasta marzo del año 2000, que no se encontraba en capacidad de invertir en este nuevo mercado en el que las acciones de "calidad" no se estaban tomando en cuenta, y que con el clic de un mouse, llevado por el impulso de los inversionistas, no era posible descifrar. En este momento es cuando decide cerrar todos los fondos pertenecientes a Tiger Management Corp.

IV.3 Amaranth Advisors LLC

IV.3.1 Constitución

Amaranth Advisors LLC, fue un Hedge Fund Fundado en Septiembre del año 2000 por Nicholas Maounis. El capital aproximado con el que Amaranth inició sus operaciones fue de 200 millones de USD, de los cuales según Chincarini (2007) provenían un 60% de Fondos de Fondos, 7% de Compañias de Seguros, 6% de Pensiones, 6% de inversionistas, 5% de Instituciones Financieras, 2% en donaciones y 3% de capital propio, el cual no tomaba parte de los gastos de gestión e incentivos. (p.92).

El monto mínimo para invertir en Amaranth era de 5 millones de USD, cobraban un 20% sobre las ganancias del fondo, así como un 1,50% sobre los activos, adicionalmente tenían que cumplir un nivel máximo de ganancias para cobrar los incentivos. Los retiros que quisieran realizar los inversionistas podían hacerlo después de 13 meses, caso contrario, debían avisarlo con 90 días de anticipación. Al transcurrir los 13 meses, los inversionistas solo podían realizar los retiros de forma trimestral, específicamente en los meses de enero, abril, mayo y octubre a través de una notificación por escrita 45 días antes junto a una comisión por retiro que se les cobraba del 2.50%. Las ganancias obtenidas, podían ser retiradas anualmente a través de solicitud por escrito con 45 días de antelación, y a partir de febrero del 2005, se les exigía a los nuevos inversionistas mantener su dinero por 2 años.

IV.3.2 Desempeño

Amaranth Advisors fue un fondo multi-estratégico especializado en bonos convertibles, derivados de energía, y en fusiones, compras y reestructuraciones de empresas. En los primeros años registraron buenos resultados, desde el año 2001 hasta el 2003 consiguieron ganancias del 29%, 15% y 21 % respectivamente. Para el año 2002 deciden incursionar en el mercado de energías, mercado en el que según comentan Heinz, Lyles y Williams (2011) decidieron invertir el 2% de su cartera, cifra que ante los resultados poco alentadores que observaron comenzando el año 2004 gracias a que las inversiones en Bonos Convertibles caía y las de las inversiones en acciones se mantenía sin generar beneficios, decidieron expandir.

Con este fin contrataron a Brian Hunter quien tenía la reputación de ser uno de los mejores traders de energía para la fecha, cuando según Burton y Strasburgs (2006), trabajando como trader en la mesa de energía del Deutsche Bank logró obtener ganancias de 69 millones de USD en los años 2001 y 2002, logrando así conseguir liderar la mesa que se encargaba del gas. Culminaron sus relaciones con el Deutsche Bank tras ser acusado de perder 50 millones de USD en una semana, sin embargo, Hunter decía en su defensa ante la corte que en neto proporcionó una ganancia de 100 millones de USD.

Desde que Brian Hunter se integró al Fondo, los resultados en la mesa de energía de Amaranth rindieron frutos, observándose ganancias de 1000 millones de USD en este tipo de inversiones para el año 2005, esto gracias a un fuerte grado de apalancamiento que utilizaron para invertir en el gas natural, mercado que se vio beneficiado por los huracanes Katrina y Rita. En esta fecha el fondo ya tenía un total de activos administrados de 8.500,00 millones de USD, ubicándose según Hedge Fund Research en el puesto número 39 de la lista de fondos más grandes.

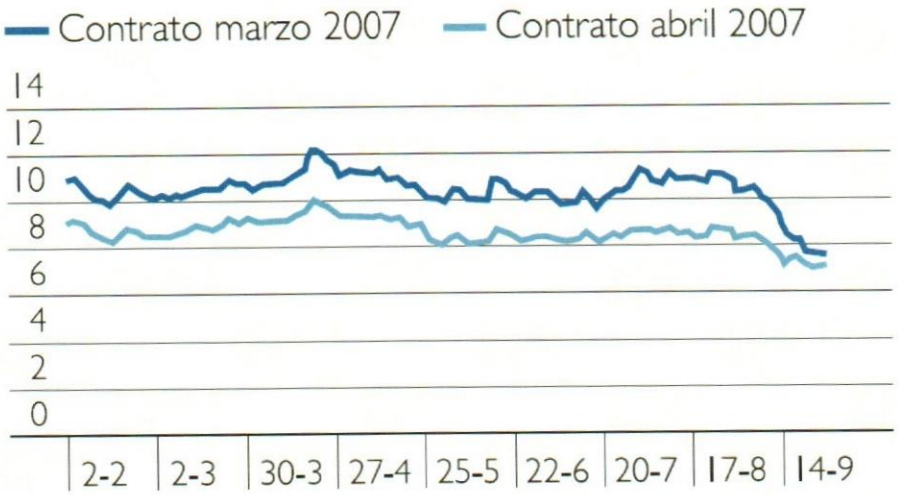
Después del exitoso año 2005 que tuvieron gracias a las apuestas de Brian Hunter en el mercado del gas natural, Nicholas Maounis decidió confiarle con 1000 millones de USD para administrar en su mesa, quien 4 semanas después los aprovecho para generar 300

millones de USD más de ganancias. La estrategia de inversión que utilizaba Hunter había sido esencialmente la misma desde que comenzó a laborar en Amaranth, el apostaba en que la diferencia entre los precios del gas natural en los meses de invierno que lo representaba marzo, con los meses del verano que lo representaba abril, se iban a ampliar. Sin embargo, en el mes de mayo del 2006 comenzaron a surgir problemas cuando el diferencial entre los contratos de octubre y enero, otra forma que tenía para apostar por el gas natural entre meses fríos y calientes, se contrajeron en vez de ampliarse de 3,64 USD a 3,27 USD, situación que causó pérdidas de 1000 millones de USD. Para este momento Hunter controlaba el 56% de la cartera de Amaranth.

A pesar de esta situación, los inversionistas aportaron en el mes de mayo 379,40 millones de USD, logrando obtener beneficios entre los meses de junio y agosto de 1.350,00 millones de USD, superando así la pérdida del mes de mayo, sin embargo, el 14 de septiembre registraron una nueva pérdida de 560 millones de USD cuando los precios del gas natural cayeron motivado a un incremento en los inventarios gracias a un clima más frio que hizo que disminuyera la demanda del uso de aire acondicionado, el diferencial entre los contratos de marzo 2007 y abril 2007 se había cerrado a 0,63 USD desde 2.00 USD (Ver gráfico número 5). Las pérdidas continuaron en la semana llegando a 6.000,00 millones de USD y ubicándose con esto en una de las pérdidas más grandes que ha registrado los Hedge Funds en su historia.

Después de esta situación el fondo cerró sin poder devolverles a los clientes lo invertido. Según Aragones y Blanco (2007), Amaranth trató de llegar a un acuerdo con los inversionistas para evitar una demanda, sin embargo, la asociación de jubilados del condado de San Diego que tenía depositado 175 millones de USD en el fondo los demando por fraude debido a que el fondo, gestionó una única estrategia basada en la toma de grandes y arriesgadas posiciones en derivados de gas natural, aumentando en gran medida el riesgo del mismo y saliéndose de la estrategia múltiple que ellos utilizaban.

GRÁFICO N° 5 "EVOLUCION ENTRE EL PRECIO DE LOS CONTRATOS DE GAS NATURAL MARZO Y ABRIL 2007 EN EL AÑO 2006"



FUENTE Aragones & Blanco "Los fondos de inversión libre especializados en energía: riesgos y oportunidades" (P.44)

IV.3.3 Conclusión

Amaranth Advisors LLC era un fondo multi-estratégico, que comenzó con un capital de 200 millones de USD y llegó a administrar un total de 9.200 millones de USD. Invertir en este fondo era un poco riesgoso motivado a que dentro de sus políticas, tenían condiciones para él retiro de las inversiones por parte de sus clientes, situación que les permitía evitar problemas de liquidez y poder apalancarse un poco más de lo normal. Para retirar el dinero los inversionistas debían esperar 13 meses y tenían que solicitarlo de forma escrita y con 45 días de antelación, desde febrero del 2005, se les exigía mantener 2 años sus inversiones.

El fondo comenzó obteniendo buenos resultados, sin embargo, luego de cierto tiempo concentraron los resultados positivos en las inversiones realizadas por su trader estrella Brian Hunter, quien se encargaba de las inversiones en el mercado de energía, es así como deciden enfocar gran parte de su cartera en este mercado olvidando una de las

precauciones básicas que deben de tener los inversionistas como lo es la diversificación, adicionalmente a esto, Brian Hunter repitió tres veces la misma estrategia con el mercado de gas, las probabilidades de que el comportamiento en el fuera el mismo era muy difícil, esto ocasiono que el fondo perderá 6000 millones de USD, lo que representaba el 65% de su valor, y tuvieran que cerrarlo.

Gracias a las condiciones que tenían los inversionistas, estos no pudieron en su mayoría recuperar el dinero invertido, montos muy altos ya que lo mínimo para poder invertir en este fondo eran 5 millones de USD. Por otra parte, Amaranth llego a tener en su posición en gas equivalente al 5% del consumo total anual del gas natural en los Estados Unidos, lo que causo un incremento en los precios de esta materia prima, elevando el costo a las empresas que proporcionaban este servicio y por ende el precio a pagar de los consumidores.

IV.4 Análisis comparativo

Hemos visto como ha sido la constitución y el desempeño que han tenido los fondos estudiados, cuáles han sido las malas y buenas decisiones que tomaron, los riesgos que asumieron y las estrategias que utilizaron. Ahora vamos a realizar un análisis comparativo que nos permitirá observar las semejanzas y diferencias existentes entre estos:

IV.4.1 Recursos Humanos

Los Hedge Funds, son fondos de participación limitada en los que los inversionistas deben colocar por lo menos 1 millón de USD para ser incluidos, por esto, uno de los factores más importantes antes de tomar la decisión de invertir en ellos es quien será el gestor que tomara las decisiones de inversión, ya que es a él a quien le depositarán la confianza para el manejo de su dinero.

En los casos estudiados se observa como este factor fue de vital importancia en el crecimiento de los fondos de inversión, entre los casos estudiados, Long Term Capital Management fue el fondo que constituyó uno de los mejores equipos de inversión bajo el mando de John Meriwether, quien obtuvo un MBA de la Universidad de Chicago y antes de Fundar Long Term Capital Management, llevaba la mesa de Arbitraje de Salomon Brothers. Precisamente desde Salomon Brothers sacó su filosofía, la cuál era poco usual para la época, de contratar para su mesa de inversiones a matemáticos capaces de realizar modelos que les permitieran predecir el mercado, buscaba personas muy inteligentes que no se dejaran llevar por las usuales corazonadas de los traders tradicionales.

El equipo que constituyó en Long Terma Capital Management estaba conformado por Eric Rosenfeld Economista con Ph.D. en finanzas del Instituto de Tecnología de Massachussetts (MIT); Victor J. Haghani, master en finanzas de la London School of

economics; Gregory Hawkins con un Ph.D. en finanzas del MIT; William Krasker, Matemático que también tenía un Ph.D en finanzas del MIT; Lawrence Hilibrand quien tenía dos títulos del MIT; y a quienes compartirían el premio nobel de economía en el año de 1997 por el modelo Black-Scholes, Robert C. Merton profesor de la escuela de finanzas de Harvard, y Myron Scholes economista egresado de la Universidad de Chicago con un MBA y PHD del University of Chicago Booth School of Business.

En cuanto a Tiger Management Corp el caso es un poco diferente, el fondo fue Fundado por Julian H. Robertson quien se graduó en la Universidad de Carolina del Norte en el año de 1955, sirvió como oficial en la Marina de los EE.UU. Fue director de la firma de valores Kidder Peabody & Company, en 1957 y para 1974 se convirtió en Presidente del Consejo y Director General de Webster Management Corporation, hasta su partida en 1978. Es así como en 1980 decidió utilizar la experiencia ganada para comenzar el Hedge Fund Tiger Management Corp.

Al principio solo logro recaudar 8 millones de USD, pero gracias a la confianza ganada para con sus inversionistas por las buenas inversiones que realizaba, logró llegar a administrar más de 21.000,00 millones de USD, ganando una gran reputación en los mercados financieros. Después de una serie de malas inversiones motivado a la burbuja tecnológica que estaba comenzando, Robertson decidió cerrar el fondo gracias a que no se sentía en capacidad de entender en ese momento en donde se encontraban las buenas inversiones.

Luego del cierre de Tiger Management Corp, pasó su legado a los que hoy son llamados Tigers Cubs (Cachorros del tigre), quienes eran gerentes y analistas que, con la ayuda financiera de Julian H. Robertson, comenzaron a constituir sus propios fondos, los cuales son llamados hoy en día Tigers Seeds (semillas del tigre).

Por su parte, Amaranth Advisors fue Fundado por Nicholas Maounis quien a pesar de haber constituido un Hedge Funds multi-estratégico, decidió enfocarse en el mercado de energías constituyendo una mesa liderada por Brian Hunter, uno de los mejores traders de

energía para la fecha quien venía de trabajar en el Deutsche Bank donde logró obtener ganancias de 69 millones de USD en los años 2001 y 2002.

IV.4.2 Estrategia

Otro factor importante que deben tener en cuenta los inversionistas al momento de invertir en un Hedge Fund, es la estrategia que utilizarán los mismos, esta es la que le dará al gestor de los fondos los lineamientos a seguir al momento de constituir su cartera.

En el caso de Long Term Capital Management, tenían como estrategia a seguir la del Market Neutral Arbitrage, la cual consiste en aprovechar las imperfecciones del mercado adquiriendo posiciones cortas y largas de instrumentos similares, de esta manera se evita un riesgo de mercado porque se supone que la tendencia al alza o a la baja que tengan estos instrumentos serán las mismas pero con distinta proporción.

Este tipo de estrategia no trae consigo una gran rentabilidad, por lo que para poder conseguir ganancias significativas los fondos deben apalancarse en proporciones bastante altas. La estrategia fue utilizada principalmente por el fondo asumiendo posiciones largas con la deuda soberana de algunos países considerados emergentes, y posición corta con los que son considerados refugios, esto con el fin de que la brecha existente entre sus precios terminaría cerrándose motivado a que al vencimiento todos los bonos tienden a valer un 100%.

El problema con la posición que asumió Long Term Capital Management, es que en el año de 1998 Rusia declaró impago de sus bonos, lo que ocasionó lo que llaman una "huida a la calidad" en la que los inversionistas buscaban comprar bonos de los países que son considerados refugio como Estados Unidos y Alemania, así como salir de la posición de los bonos emitidos por los países emergentes, debido a esto la brecha en vez de cerrarse se abrió mucho más, trayendo consigo perdidas muy altas para el fondo motivado a que no podían salir de su posición oportunamente, lo que lo llevo a la quiebra.

El fondo Tiger Management Corp comenzó utilizando la estrategia Long/Short Equity, la cual hacia que Julian Robertson concentrara sus inversiones en la selección oportuna de las acciones que cotizan en la bolsa de valores, gracias a las conexiones que tenía y una gran habilidad para saber con cuales acciones asumir posición corta y con cuales asumir una posición larga, lograron obtener grandes ganancias en los primeros años, permitiéndoles crecer rápidamente y pasar de manejar 8 millones de USD al momento de fundar el Fondo a 21 mil millones de USD en el año de 1998.

A medida que el fondo crecía, las posibilidades de inversión eran menores, por esto tuvo que solicitar a los inversionistas agregar dentro de las oportunidades de inversión la Materia Prima y además incorporar la estrategia Global Macro que le permitía expandir sus inversiones fuera de los Estados Unidos. El fondo tuvo un desempeño muy bueno, logrando inclusive superar en muchas oportunidades el rendimiento promedio que tuvieron indicadores de la bolsa norteamericana como el S&P 500, cabe destacar que lo que influyó en el cierre del fondo fue la burbuja tecnológica del año 2000 que dificultó una acertada selección de acciones, el fondo tuvo en total 20 años de operatividad, cifra muy alta considerando que en promedio este tipo de fondos duran 4 años.

En cuanto a riesgo asumido, la estrategia con la que comenzó a funcionar el fondo Amaranth Advisor es la ideal, el fondo comenzó como un Hedge Fund Multi-estratégico que le permitía al gestor, en este caso Nicholas Maounis, invertir en distintos mercados e utilizar varias estrategias permitiéndole de esta forma una mayor diversificación. Los rendimientos que estaban teniendo en las diversas estrategias mantenidas no eran muy alentadores, por lo que en el año 2004 decidieron enfocarse en el mercado que les estaba otorgando mayores beneficios, es así cuando deciden destinar el 2% de su cartera en el mercado de energías, esto les permitió obtener ganancias superiores a las del promedio de los fondos Multi-estrategicos de la fecha.

Para el año 2006 el fondo había destinado más de la mitad de su cartera en el mercado de energía, situación que iba en contra de la estrategia principal del fondo y los

hacia muy vulnerables a lo que pudiera suceder en este mercado, es así cuando las perdidas comenzaron motivado a que hubo un movimiento inesperado en los precios del futuro del gas natural, lo que ocasionó que motivado a lo expuestos que se encontraban en este mercado, no pudieran salir de la misma asumiendo de esta forma una de las perdidas más grandes en la historia, la misma fue de 6.000,00 millones de USD y trajo consigo el cierre del fondo.

Ante esta situación la asociación de jubilados del condado de San Diego que tenía depositado 175 millones de USD los demandó por fraude debido a que el fondo, gestionó una única estrategia basada en la toma de grandes y arriesgadas posiciones en derivados de gas natural, aumentando en gran medida el riesgo del mismo y saliéndose de la estrategia múltiple que ellos utilizaban y para la cual habían invertido su dinero.

IV.4.3 Riesgo Asumido

El riesgo a asumir es uno de los principales factores que debe tomar en cuenta cualquier gestor de carteras de inversiones, en el caso de los Hedge Funds no es diferente, sin embargo, el hecho de que los mismos no estén regulados les otorga a los gerentes libertad en las inversiones a realizar así como el nivel de apalancamiento a obtener, motivo por el cual gracias a la búsqueda de ganancias, en muchas oportunidades dejan a un lado la cobertura de riesgos. Es siempre importante diversificar la cartera de inversión, así como también evitar un apalancamiento excesivo que pueda ocasionar un impago de deudas y grandes problemas de liquidez.

En el caso de Long Term Capital Management, se observó cómo se aprovecharon de los beneficios que les otorgaban los bancos para prestarles dinero y lograron incrementar su posición neta a niveles bastante altos, alcanzando con esto un apalancamiento que llegó

en el momento de la crisis rusa a ser de 55 a 1, haciendo imposible revertir las pérdidas motivado a que tampoco se encontraban diversificados correctamente, teniendo una exposición muy alta ante el mercado de deuda emergente, mercado que ante esta crisis se vio muy golpeado.

Tiger Management Corp tuvo más cautela en cuanto al riesgo a asumir, por este motivo el fondo logró durar 20 años. Las decisiones que tomó Julian Robertson permitían que él fondo pudiera adaptarse a las diversas situaciones que les presentara el mercado, teniendo un nivel de apalancamiento de 1 a 4 el cual es moderado para el tipo de fondo que manejaban y además de buscar invertir en muchos mercados logrando siempre una buena diversificación. Cuando observaban en sus posiciones alguna vulnerabilidad, lo informaban a los inversionistas quienes siempre estaban al tanto sobre el riesgo que enfrentaba su dinero.

Por su parte Amaranth Advisors era un fondo Multi-estrategico, sin embargo vieron posibilidades de obtener ganancias en el mercado de energía y destinaron en el 2006 más de la mitad del fondo en ese mercado, asumiendo así un riesgo muy alto por lo vulnerable que se vieron al no haber realizado una buena diversificación de su cartera, además de esto, los niveles de apalancamiento que alcanzaron llegaron a ser de 1 a 8, lo cual es un nivel alto considerando que el promedio para los Hedge Funds es de 1 a 4.

TABLA N° 2 "CUADRO COMPARATIVO DE LOS HEDGE FUNDS"

HEDGE FUND	LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT	TIGER MANAGEMENT CORP	AMARANTH ADVISORS LLC
GERENTE DEL FONDO	John Meriwether	Julian Robertson	Nicholas Maounis
AÑO DE CREACIÓN	1994	1980	2000
DURACION	4 AÑOS	20 AÑOS	6 AÑOS
CAPITAL INICIAL	$1.250.000.000,00	$8.000.000,00	$200.000.000,00
POSICION NETA MAXIMA	$130.000.000.000,00	$21.000.000.000,00	$9.200.000.000,00
NIVEL MAXÍMO DE APALANCAMIENTO	55 A 1	4 a 1	8 a 1
MOTIVO DEL CIERRE	QUIEBRA	DECISION PROPIA	QUIEBRA
ESTRATEGIA PRINCIPAL	MARKET NEUTRAL ARBITRAGE	LONG/SHORT EQUITY ; GLOBAL MACRO	CONVERTIBLE ARBITRAGE

FUENTE Lowenstein 2000 "When Genius Failed: The Rise and Fall of Long Term Capital Management"; Strachman 2004 "A Tiger in the lands of Bulls and Bears"; Muhamad (2011) "Analysis of the Fall of Amaranth Advisors Llc"

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

V.1 Conclusiones

El trabajo de grado realizado, ayudó a conocer más sobre uno de los estilos de inversión que ha ganado auge en los últimos años en los mercados financieros gracias a la utilidad que suelen traer consigo, una utilidad que supera las que ofrecen las inversiones tradicionales. A través del estudio realizado a tres Hedge Funds o Fondos de Inversión Alternativa, se evidenció lo riesgoso que estos fondos pueden ser, así como el por qué han fracasado, permitiendo al lector analizar herramientas que le permitirán decidir si vale o no la pena invertir en este tipo de fondos, así como ayudarlo a analizar cuál sería la mejor opción.

V.2 Recomendaciones

El análisis metódico desarrollado de los tres casos del presente trabajo de investigación, permitió entender lo complejo que es invertir en los Hedge Funds, así como también proporcionar diferentes lecciones, por medio de la comprensión de las circunstancias y decisiones que llevaron al fracaso de los casos de estudio, por lo que se busca a través de estas recomendaciones facilitar a los inversores que quieran participar en este tipo de fondos una serie de sugerencias que se deben tener antes de involucrarse con esta alternativa de inversión.

1. Comprender que al invertir en Hedge Funds se está expuesto a mayores riesgos: principalmente porque estos asumen mayores riesgos que las inversiones tradicionales, debido a que en su mayoría suelen utilizar altos grados de apalancamiento para aumentar sus beneficios, y en segunda instancia, porque operan sin un ente regulador, lo cual ocasiona que el inversor este totalmente expuesto sin ningún tipo de protección.
2. Los Hedge Funds no asumen el mismo riesgo: No es lo mismo invertir en un fondo con estrategia Long/Short Equity que en uno que tenga como estrategia el Market Neutral Arbritage. La gran cantidad de estrategias y la diversidad de mercados en la que operan generan diferencias de rentabilidad en los fondos, entre las más rentables y menos rentables y que se debe tener en cuenta que hay fondos más arriesgados que otros, no todos los hedge Funds asumen el mismo riesgo ni de la misma manera.
3. Verificar la diversificación de fondos y vigilar las rentabilidades anormales: A pesar de que en este tipo de inversiones no se tiene muchas veces acceso a las posiciones en que se invierte, no se debe hacer caso omiso a los riesgos asumidos con ellos, estos se puede supervisar por medio de la comparación de rentabilidades obtenidas según la media de su categoría, es decir, un fondo que obtiene en términos mensuales o trimestrales y de forma recurrente, rentabilidades muy por encima o muy por debajo de la media de su categoría esconde en muchas ocasiones una toma de riesgo por encima de la de sus competidores. Con respecto a la diversificación, se sugiere comprobar que el fondo mantenga inversiones en diferentes mercados, que maximiza el retorno para un nivel de riesgo dado, y no al revés. En el caso Amaranth, se observó que tenían posiciones muy concentradas en el mercado de energía y una vez que surgieron dificultades, su posición quedo totalmente expuesta.

4. Para Invertir en los Hedge Funds, debe entenderlo: si desconoce de las estrategias utilizadas por el fondo, si no comprende el proceso de inversión del

gestor, es mejor que no invierta en él. Los Hedge Funds son complejos, y requieren de atenciones mayores.

5. La importancia del factor humano: el factor humano es en muchos casos el principal responsable del desastre. Al momento que se decida seleccionar un Hedge Fund, es de suma importancia conocer el equipo del trabajo del mismo, ya que son ellos quienes asumirán las posiciones por el inversor, la experiencia y el currículo académico pueden definir las estrategias que utilizaran.

LISTA DE REFERENCIAS

Referencias Bibliográficas

Alegre, Luis; Berné Carmen & Galve Górriz, Carmen. (2000) ***Fundamentos de economía de la empresa: perspectiva funcional***. España, Editorial Ariel S.A.

Ander Egg, (2002) ***Metodología y Práctica***. Madrid: Editorial CCS.

Aragones, José & Blanco Carlos. (2007) ***Los fondos de inversión libre especializados en energía: riesgos y oportunidades.*** Madrid. Universia Bussiness Review.

Arias, Fidias (1997) ***El Proyecto de Investigación***. Caracas, Editorial Epistema, 2da. Edición.

Balestrini, Miriam. (2002) ***Como se elabora el proyecto de investigación (para los estudios descriptivos, diagnósticos, evaluativos, formulación de hipótesis causales, experimentales y los proyectos factibles)***. (6ª.ed.) Caracas: Consultores Asociados. Servicio Editorial.

Bello, Gonzalo. (2007) ***Operaciones Bancarias en Venezuela***. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello.

Cazares, Hernandez, M.; Jaramillo Christen, E.; Villaseñor Roca, L.; & L. E. Zamudio. (2000) ***Técnicas actuales de investigación documental.*** Ed. Trillas-UAM, México.

Espasa (2005) ***Diccionario de la Lengua Española***, España, Espasa-Calpe, S.A.

Fabozzi, Frank.; Modigliani, Franco & Ferri , Michael G. (1996) ***Mercados e Instituciones Financieras.*** Mexico, Pearson Educación.

Kerlinger, F. (1983) ***Metodología de la investigación.*** México: McGraw-Hill.

Lahoud, Daniel. (2003) ***Los Principios de las Finanzas y los Mercados Financieros.*** Caracas, Universidad Católica Andrés Bello.

Lopez de Prado, Mailoc & Illera, C Rodrigo. (2004) ***Invertir en Hedge Funds: Análisis de su Estructura, Estrategias y Eficiencia.*** España, Editorial Díaz de Santos.

Loring, Jaime; Galan, Fuentesana & Montero, Teresa. (2004) ***La Gestión Financiera.*** España, Deusto.

Lowenstein, Roger. (2000) ***When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management.*** Estados Unidos, Random House.

Martín, A. (1986) ***Diseños de Investigación Social: Criterios Operativos.*** España: Alianza Editorial.

Masse, Pierre. (1969) ***La elección de las inversiones,*** Barcelona, Edic. Revolucionaria.

Merret, A.J. & Sykes, Allen. (1963) ***The finance and analysis of capital projects.*** Michigan, Wiley.

Muccilli Fabian. (2001) ***HEDGE FUNDS, Notas sobre los Fondos de Inversión Alternativa***. Banco Central de la Argentina.

Sabate, Tarrago. (1986) ***Fundamentos de economía de la empresa.*** Barcelona, El propio autor.

Selltiz, Claire; Lawrence S. & Wrightsman, Stuart W. Cook. (1980) ***Métodos de investigación en las relaciones sociales.*** Ediciones Rialp.

Stephen Taub & David Carey (1992) ***Financial World N° 2 Julian Robertson Tiger Management.*** Financial World.

Strachman Daniel (2004) ***Julian Robertson A Tiger in the Land of Bulls and Bears.*** John Wiley & Sons, Inc.

Tamayo y Tamayo, Mario. (1998) ***El Proceso de la Investigación Científica*** México. Editorial Limusa,

Peumans, H. (1967) ***Valoración de proyectos de inversión***. Bilbao Deusto.

Rayón, Elitania Leyva. (2010) ***Análisis Probit de liquidación para el estudio del riesgo sistémico generado por los Hedge Funds.*** Universidad Autónoma de Madrid

Vilariño, Angel. (2001) ***El episodio del Long Term Capital Management, Capítulo 6 de Turbulencias financieras y riesgos de Mercado.*** Madrid, Pearson (Prentice Hall).

Referencias Electrónicas

Burton Katherine & Strasburg Jenny. (2006) ***AMARANTH'S SLIDE BEGAN WITH OFFER TO KEEP STAR TRADER.*** Disponible en URL: http://www.rgm.com/articles/bloomberg4.html

Businessweek. (1996) ***FALL OF THE WIZARD***. Bloomberg L.P, Disponible en URL: http://www.businessweek.com/1996/14/b34691.htm

Brimelow John. (1997) ***THE PALLADIUM PLAY***. Forbes.com Inc, Disponible en URL: http://www.forbes.com/forbes/1997/0602/5911124a_2.html

Chincarini Ludwing. (2007) ***THE AMARANTH DEBACLE: A FAILURE OF RISK MEASURES OR A FAILURE OF RISK MANAGEMENT.*** Disponible en URL: http://pages.pomona.edu/~lbc04747/pubs/pub10.pdf

CNNMoney. (1998) ***TIGER FUND TAMED BY YEN.*** Disponible en URL:

http://money.cnn.com/1998/10/08/markets/tiger/

CNNMoney. (2000) ***TIGER MANAGEMENT CLOSES.*** Disponible en URL:

http://money.cnn.com/2000/03/30/mutualFunds/q_Funds_tiger/

CNNMoney. (2012) ***BLACK MONDAY: 25 YEARS AFTER THE CRASH.*** Disponible en URL: http://buzz.money.cnn.com/2012/10/19/black-monday/

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2006) ***Estudio Sobre la Industria de los Hedge Funds***. Sociedad Anónima de Fotocomposición, Madrid, Disponible en URL: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Estudios/HedgeFunds_0602.pdf [Consulta 20 de diciembre de 2010]

Cumming, Douglas J. & Dai, Na. (5/04/2008). ***A Law and Finance Analysis of Hedge Fund"*** Financial Management. Disponible en URL: http://ssrn.com/abstract=946298 [Consulta 20 de diciembre de 2010]

Finanbolsa ***Los distintos tipos de Hedge Funds*** Disponible en URL: http://finanbolsa.com/2010/12/15/los-distintos-tipos-de-hedge-Funds/. [Consulta 5 de febrero de 2011]

Greenwich Alternative Investments. ***Hedge Funds Strategy Definitions*** Disponible en URL: http://www.greenwichai.com/index.php/hedge-Fund-essentials/strategy-definitions [Consulta 5 de febrero de 2011]

Heinz Dennis, Lyles Christian and Williams Muhammad. (2011) ***Analysis of the Fall of Amaranth Advisors Llc*** Disponible en URL: http://www.papercamp.com/essay/47349/Analysis-Of-The-Fall-Of-Amaranth

Philippe, Jorion. (2000) ***Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management.*** Publicado en European Financial Management 6, California. Disponible en URL: http://merage.uci.edu/~jorion/papers%5Cltcm.pdf

Rubio, Alvaro & Bustamante, Diego. (2010) ***Estudio para la creación de un Hedge Fund (Fondo de Inversión Alternativa) en Colombia.*** Trabajo de grado para el título de Administrador de Empresas. Universidad Javeriana, Bogotá. Disponible en URL http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/economia/tesis243.pdf

Montagut, Albert. (1991) ***El Tesoro de EE UU prohíbe a Salomon Brothers pujar en nuevas emisiones de bonos.*** Washington. Disponible en URL http://elpais.com/diario/1991/08/19/economia/682552801_850215.html

O'Brien Timothy & Holson Laura. (23/10/1998) ***BLIND TRUST: A special report.; A Hedge Fund's Stars Didn't Tell, And Savvy Financiers Didn't Ask.***

Publicado en The New York Times. Disponible en URL: http://www.nytimes.com/1998/10/23/business/blind-trust-special-report-hedge-Fund-s-stars-didn-t-tell-savvy-financiers-didn.html?pagewanted=all&src=pm

The World Bank Group. (2009) ***The Leverage Ratio.*** Disponible en URL: http://www.worldbank.org/financialcrisis/pdf/levrage-ratio-web.pdf

Traderslog. ***Julian Robertson – Tiger Fund – Hedge Fund Manager.*** Disponible en URL: http://www.traderslog.com/robertson/

Report of The President's Working Group on Financial Markets. (1999) ***Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management.*** Disponible en URL: http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgFund.pdf

Sans Elena & Lapetra Ruben. 20/10/***2007 Crash de 1987: de la especulación a la crisis financiera.*** Disponible en URL: http://www.elconfidencial.com/mercados/archivo/2007/10/20/34_crash.html