

EL COLAPSO DE ARCHEGOS: LECCIONES DE REGULACIÓN Y RISK MANAGEMENT

La quiebra del *family office* Archegos Capital Management, liderado por el inversionista coreano Bill Hwang, fue la noticia más difundida en los mercados a finales del mes pasado. En este artículo les presentamos un resumen de los hechos, así como lecciones clave en áreas de regulación y *risk management* para prevenir la ocurrencia de otro evento de este tipo en el futuro próximo.

Por Daniel Urdaneta, CFA.

El pasado viernes 26 de marzo de 2021, una ola de ventas en bloque en un conjunto de acciones a primera vista disímiles – ViacomCBS (VIAC), Discovery Inc (DISCA), Baidu Inc. (BIDU), GSX Techedu (GSX), entre otras – lideradas por Goldman Sachs y Morgan Stanley, causó conmoción en los mercados¹.

Los rumores del momento sugerían liquidaciones multimillonarias (en algunos casos representando 10% o más del *free float* de estas acciones) a nombre de un fondo anónimo. Poco después, se supo la identidad del vendedor final: Archegos Capital Management LLC².

¿Quién es Bill Hwang y cómo logró acumular posiciones masivas bajo el radar?

Sung Kook “Bill” Hwang, un inversionista originario de Corea del Sur y basado en Nueva York, tiene una historia menos que estelar en los mercados financieros. Tras graduarse de economista (UCLA) y obtener su MBA en Carnegie Mellon, Hwang entró al mercado laboral en los 90 - con una estancia breve en Hyundai Securities, tras la cual entró al mundo del *buy side* a través del fondo Peregrine Investments (Hong Kong). Peregrine, notoriamente, quebró en 1998 en el contexto de la crisis financiera asiática.

La segunda oportunidad para Hwang vino de la mano del fondo Tiger Management (de Julian Robertson), que a finales de la década de los 90 era el segundo *hedge fund* más grande del mundo. No obstante, Tiger

fue clausurado en marzo de 2000, tras una serie de inversiones concentradas en acciones (principalmente U.S. Airways) que fracasaron.

Muchos años después, Julian Robertson decidió entregar “capital semilla” a sus ex empleados de Tiger (los ‘*Tiger Cubs*’) para que fundaran sus propios fondos. Hwang fue uno de los más exitosos, convirtiendo la inversión inicial de USD 25m en su fondo Tiger Asia en más de 5bn en el *peak* previo a la crisis financiera de 2008. No obstante, tras sufrir fuertes pérdidas – y enfrentar a la SEC y a reguladores de Hong Kong por *insider trading* con acciones bancarias de China³ - Hwang cerró su fondo Tiger Asia, y se le impuso una prohibición de operar con dinero de terceros. Esto motivó a la creación del *family office* Archegos Capital Management en 2013, donde Hwang administró (y aumentó con creces) su patrimonio personal, hasta el colapso de hace unas semanas.

Cabe destacar que, a diferencia de los *hedge funds*, fondos mutuos y otras estructuras que administran más de USD 100m en fondos de terceros, los *family offices* en EEUU típicamente no están sujetos a la obligación de reportar sus tenencias públicamente a través de la forma 13F (sólo debe reportarse de forma confidencial a la SEC), lo que les da campo de acción para operar de forma más discreta.

¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-26/china-adrs-rebound-after-bellwethers-said-to-be-in-block-trades>

² <http://ipo-edge.com/2021/03/26/exclusive-tiger-cub-archegos-liquidation-triggers-record-crash-in-discovery-viacombcs-sources/>

³ <https://www.scmp.com/business/money/markets-investing/article/1104927/bill-hwang-guilty-illegal-trading-tiger-asia>

Hwang, no obstante, fue un paso más allá. Para evitar que cualquier contraparte o regulador supiera el tamaño verdadero de su exposición, estructuraba sus posiciones con derivados OTC - principalmente *Total Return Swaps (TRS)*⁴ - con múltiples bancos de inversión a la vez. Bajo esta figura, Archegos se beneficiaba de la apreciación en una canasta de acciones sin tenerlas en su hoja de balance (y, por ende, sin necesidad de reportar sus tenencias, ni siquiera de forma privada a la SEC), puesto que las mismas estuvieron en las hojas de balance de los bancos. Para estructurar estas operaciones, Archegos mantenía cuentas de margen con todos estos bancos.

Adicionalmente, a medida que las posiciones en los activos subyacentes subían de precio (y así, implícitamente, se liberaba más margen para aumentar el tamaño nominal de las posiciones), Archegos fue capaz de subir su exposición sin la necesidad de aportar más capital, llegando a un monto que se estima en más de USD 100bn poco antes de la quiebra del fondo⁵.

¿Qué gatilló el colapso de Archegos?

En una palabra: Gravedad. El portafolio de Archegos estaba fuertemente concentrado en un conjunto muy reducido de acciones (principalmente proveedores de contenido para TV y *streaming* de EEUU y acciones tecnológicas de China). A medida que Archegos aumentaba su exposición, sus compras se volvieron el principal factor que movía al precio de sus acciones. Pero los precios no podían crecer indefinidamente.

El 22 de marzo, ViacomCBS anunció una emisión de acciones y deuda convertible por USD 3bn – lo cual era de esperarse, puesto que las acciones se habían triplicado en poco más de cuatro meses – y la acción de Viacom cayó 23% el día de la venta⁶. Rumores de mercado apuntan a que Viacom contó con la participación de Archegos como ‘inversionista ancla’ en la venta, pero el inversionista se dio de baja a última

hora sin explicaciones y generando un resultado mucho peor al esperado en la operación⁷.

Por razones aún no del todo claras, este evento parece indicar el momento en que Archegos se quedó sin capacidad de compra y empezó a enfrentar *margin calls* de sus bancos de inversión. A falta de fondos para hacer frente a los nuevos requerimientos de capital, sus *brokers* no tuvieron otra opción que deshacer los TRS y vender en el mercado abierto las acciones, llevando a caídas de dos dígitos en sus tenencias y, en última instancia, a la pérdida total del capital de Archegos - casi USD 20bn en capital, según las estimaciones *post-mortem* de los bancos de inversión.

Lección 1: Necesitamos estándares más estrictos de reporte de tenencias para Family Offices

La primera lección de esta saga es que, en aras de preservar la estabilidad de los mercados, se hace imperioso aumentar los estándares de divulgación financiera de los inversionistas institucionales que usan TRS y otros derivados OTC para obtener apalancamiento, principalmente *hedge funds*⁸.

Es importante destacar que la industria de *family offices* (que, a 2019, administraba activos por USD 5.8tn a nivel global, según estimaciones de INSEAD Business School⁹), típicamente tiene un perfil de inversión muy distinto al de Archegos – no usan apalancamiento excesivo e invierten de forma diversificada, con un sesgo hacia Private Equity y Real Estate¹⁰. El problema con Archegos no pareciera apuntar a la estructura de *family office* per se.

A mi juicio, para evitar la ocurrencia de un ‘Archegos 2.0’, los requerimientos de divulgación de derivados OTC debiesen hacerse extensivos a todos los inversionistas - sin importar si es patrimonio propio o activos de terceros – y no discriminar entre posiciones ‘long-short’ y ‘long-only’, puesto que el apalancamiento excesivo, incluso con una exposición neutral al

⁴ <https://www.investopedia.com/terms/t/totalreturnswap.asp>

⁵ <https://www.bloombergquint.com/gadfly/the-number-of-the-week-is-100-billion>

⁶ <https://finance.yahoo.com/news/viacombcs-drops-23-pricing-3b-062218599.html>

⁷ <https://www.nytimes.com/2021/04/03/business/bill-hwang-archegos.html>

⁸ https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-29/billions-in-secretive-derivatives-at-center-of-archegos-blowup?srnd=premium&sref=d1HEXRZd&utm_source=url_link

⁹ <https://www.insead.edu/sites/default/files/assets/dept/centres/gpei/docs/insead-student-family-offices-global-landscape-and-key-trends-2020.pdf>, pág. 18

¹⁰ *Ibid*, pág. 10

mercado, puede causar dislocaciones ineficientes en los precios de acciones individuales que aumenten los riesgos sistémicos de forma injustificada. Esto lo demostró, por ejemplo, Melvin Capital y su exposición corta en Gamestop Inc. a inicios de año.

Lección 2: La gestión de riesgos no debe supeditarse a las metas de rentabilidad

Esta lección seguramente será bien aprendida por Credit Suisse (que perdió USD 4.7bn) y Nomura (USD 2bn), los principales perdedores de la caída de Archegos. En ambos casos, la caída del *family office* reveló problemas estructurales en ambas compañías, quienes priorizaron la búsqueda de rentabilidad por sobre criterios básicos de gestión de riesgos.

En efecto, Credit Suisse cometió el clásico error de 'recoger monedas frente a la aplanadora', exponiendo su hoja de balance a una pérdida multimillonaria, a cambio de comisiones de corretaje que a duras penas justificarían los riesgos.

A futuro, esperaríamos que los bancos de inversión reorienten sus negocios hacia sus verdaderas ventajas competitivas – *underwriting* de emisiones de deuda y capital, asesoría en M&A, gestión de fondos de inversión – y menos hacia el negocio de *prime brokerage*. El riesgo de otorgar margen a fondos de forma laxa - y toda la asimetría de información que esto implica, dado que todos los bancos de Wall Street compiten por los mismos clientes y ofrecen el mismo margen sin condiciones – simplemente no está justificado por la rentabilidad potencial de este negocio, cada vez más competitivo por la entrada de *brokers* 'cero comisión'.

¿El quiebre de Archegos es el Nuevo LTCM? ¿Se repetirá esta experiencia a futuro?

La evidencia muestra que la quiebra de Archegos fue un evento aislado. Los índices de mercado apenas se movieron en los días posteriores a la liquidación del fondo, y ya tenemos nuevamente al S&P 500 y al Nasdaq haciendo máximos históricos.

Además, considero poco factible que un evento de este tipo se repita en el futuro próximo, puesto que el colapso de inversionistas grandes suele venir acompañado por ajustes en las políticas de riesgo – y aumentos en los niveles de margen exigido - por los bancos y *brokers* a sus clientes.

No obstante, en la medida que existan 'zonas grises' regulatorias que permitan a los *hedge funds* mantener portafolios altamente concentrados y mal capitalizados – y que el costo de fondos en dólares permanezca en mínimos históricos, fomentando la búsqueda de rentabilidades sobre criterios sensibles de gestión de riesgo - el riesgo de otro evento de esta naturaleza va a persistir.

En conclusión, cada vez se hace menos justificable el trato diferenciado que reciben los derivados OTC y que generan incentivos perversos a sub-reportar posiciones a terceros, tanto reguladores como contrapartes.