

# Goldman Sachs y Abacus 2007



Goldman Sachs es una mega empresa de Wall Street cuya habilidad para ganar dinero consigue que la gente se quede estupefacta, sienta una envidia irrefrenable o bien se muestre completamente recelosa. Ahora la reputación de la empresa se empieza a cuestionar a raíz de la demanda por fraude presentada por la SEC (entidad supervisora de los mercados financieros de Estados Unidos) en relación con una transacción de 2007: la venta de un complejo CDO sintético llamado Abacus 2007-AC1. Como consecuencia de dicho acuerdo, los inversores perdieron 1.000 millones de dólares mientras simultáneamente Paulson & Company, un fondo de inversión colaborador de Goldman que apostaba por el colapso de la burbuja inmobiliaria, obtenía beneficios por ese mismo importe. Expertos de Wharton y otras organizaciones analizan los problemas financieros, legales y éticos de un caso que ha captado la atención tanto de Wall Street como del público en general.

Ahora la reputación de la empresa se empieza a cuestionar a raíz de la demanda por fraude presentada por la SEC (entidad supervisora de los mercados financieros de Estados Unidos) en relación con una transacción de 2007: la venta de un complejo CDO sintético (un vehículo de inversión compuesto por lotes de títulos hipotecarios) llamado Abacus 2007-AC1. Como consecuencia de dicho acuerdo los inversores perdieron 1.000 millones de dólares, cifra que precisamente coincide con los beneficios obtenidos simultáneamente por Paulson & Company, un fondo de inversión colaborador de Goldman que apostaba por el colapso de la burbuja inmobiliaria. Mientras Goldman manifiesta que no hizo nada ilegal o poco ético, la SEC cree que la empresa ocultó "información material" a los inversores, concretamente sobre el papel del fondo de inversión a la hora de seleccionar los valores subyacentes.

Con este caso surgen preguntas muy importantes:

Los clientes de Goldman, ¿podrían realmente haber evaluado por sí mismos el riesgo que suponía Abacus, tal y como Goldman sostiene?

Los productos derivados, como los CDO, ¿tienen alguna función útil?

La defensa de Goldman, basada en que no tenía obligación alguna de alertar a sus inversores sobre los especialmente elevados riesgos, ¿no perjudica a su imagen de empresa "centrada en los clientes" y merecedora de su confianza?

"Si ves a tus clientes como enemigos, al final es muy probable que acabes teniendo menos clientes", explica el profesor de Finanzas de Wharton Richard J. Herring, al describir el dilema de

Conflictos  
de  
Intereses

Goldman: intentar ser un asesor de confianza pero al mismo tiempo invertir en beneficio propio. Tal y como añade el profesor de Finanzas Franklin Allen, “Da la sensación de que Goldman explotó a los clientes del otro lado del acuerdo, a los clientes de Paulson. Creo que es sólo un ejemplo de cómo hacen las cosas para aprovecharse de la gente; así es como ganan tanto dinero”.

Goldman sostiene que sus inversores que compraron Abacus disponían de toda la información necesaria para evaluar los riesgos por sí mismos; sin embargo, tal y como explica Herring, los CDOs sintéticos son muy opacos. “Son tan complicados que, en la práctica, es virtualmente imposible con la información de que dispone la gente llegar al fondo, llegar hasta los valores subyacentes –esto es, hipotecas, deuda de las tarjetas de crédito, etc.- que deberían ser valorados... Tengo la impresión de que, exceptuando los fondos de inversión y tal vez también a Goldman Sachs, prácticamente nadie más se tomó la molestia de hacerlo. Simplemente realizaban sus transacciones de compraventa en base a las calificaciones crediticias (*ratings*) concedidas por las agencias de calificación”.

Goldman insiste en que no ha hecho nada malo en la transacción de Abacus. En unas declaraciones del 16 de abril, después de que la SEC presentase la demanda, la empresa decía: “Las acusaciones de la SEC son completamente infundadas tanto legalmente como en la práctica, y las refutaremos enérgicamente y defenderemos la empresa y su reputación”. Desde entonces la controversia ha crecido al hacer el Subcomité Permanente del Senado públicos documentos y correos electrónicos de Goldman relacionados con otras transacciones. En las interminables vistas del 27 de abril, algunos senadores afirmaban que los documentos demostraban cómo Goldman deliberadamente engatusaba a sus clientes para que aceptasen acuerdos en los que perderían dinero, mientras Goldman secretamente apostaba contra ellos. El caso Goldman ha acelerado la propuesta de los Demócratas para ejercer algún tipo de control sobre la compraventa de los derivados complejos que tanto han contribuido a la crisis financiera.

“La evidencia muestra que Goldman reiteradamente ha puesto sus intereses y beneficios por delante de los intereses de sus clientes”, sostenía el Senador Carl Levin, Michigan, en una sesión informativa con la prensa el 26 de abril.

Antes de las investigaciones del Subcomité del 27 de abril, el presidente y consejero delegado de Goldman, Lloyd C. Blankfein, daba comienzo a unas declaraciones del siguiente modo: “Aunque estamos totalmente en desacuerdo con la demanda puesta en marcha por la SEC, también me doy cuenta de cómo podría interpretar la gente una transacción tan complicada ... Tenemos que mejorar a la hora de encontrar un equilibrio entre lo que un cliente informado cree que es importante para sus objetivos de inversión y lo que el público cree que es demasiado complejo y arriesgado”.

La SEC acusa a Goldman de ocultar deliberadamente información material al no decir a los compradores de Abacus que los bonos hipotecarios que conformaban su cartera habían sido elegidos con la ayuda del Paulson & Company, uno de los mayores fondos de inversión del mundo. Paulson iba a apostar por la caída de los mercados inmobiliario e hipotecario. Para ello, Paulson necesitaba un CDO basado en bonos hipotecarios con alta probabilidad de que su valor cayese al dejar los propietarios de las viviendas de realizar los pagos. Paulson no ha sido incluido en la demanda presentada por la SEC y no ha sido acusado de ningún delito.

**En una transacción con un CDO sintético se necesitan dos partes que adopten puntos de vista opuestos. La parte que apuesta “largo” obtiene beneficios si aumenta el valor de los valores subyacentes; la parte que apuesta “corto” gana si caen. Cada parte hace su apuesta y, efectivamente, las pérdidas del perdedor se convierten en las ganancias del ganador.**



## Asimetría de la Información

En el acuerdo de Abacus, finalizado en abril de 2007, Paulson adoptó la posición corta y dos grandes inversores tenían la posición larga: IKB, un gran banco alemán, y ACA Capital Management, una firma de inversión con sede en Nueva York. Paulson trabajó con ACA para elegir los 90 valores hipotecarios subyacentes. Pero existen diversas versiones sobre cuál fue el verdadero papel de Paulson. La SEC sostiene que Goldman dejó que ACA creyese que Paulson estaba adoptando posiciones largas –que apostaba que los valores iban a subir–, cuando Paulson de hecho estaba adoptando la posición contraria. En opinión del SEC, esto provocó que ACA creyese que Paulson pensaba que los valores eran más seguros de lo que en realidad eran, y que sus intereses eran comunes. Sin embargo, Goldman dice que “nunca sugirió ante ACA que Paulson iba a invertir largo”.

IKB, el banco alemán, desconocía el papel de Paulson. Para la SEC, si IKB lo hubiese sabido, IKB habría sido consciente del elevado riesgo asociado.

En declaraciones del 16 de abril, Goldman sostenía que los inversores con posiciones largas no necesitaban saber cuál era el papel de Paulson, o que Paulson era la parte del acuerdo que adoptaba posiciones cortas. IKB y ACA “disponían de amplia información sobre los valores hipotecarios subyacentes”, decía Goldman. “Los inversores eran conscientes del riesgo asociado con estos valores; estamos hablando de unos de los inversores hipotecarios más sofisticados del mundo. Estos inversores también comprendían que, en una operación con un CDO sintético, necesariamente había posiciones largas y cortas”. **Una de las preguntas clave es si los inversores, incluso si son muy sofisticados, podrían valorar con precisión por sí mismos el riesgo de la cartera.**



### RMBS, CDS, CDOs

En este caso están presentes cuatro tipos de títulos que han desempeñado un papel importante en la crisis financiera.

El primero son los RMBS (bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales; en inglés *residential mortgage-backed securities*), que son fondos de hipotecas convertidas en bonos que son vendidos a los inversores, los cuales reciben dinero de las cuotas hipotecarias mensuales de los propietarios de las viviendas. Normalmente los bonos muestran diversos grados o tramos. Los propietarios de los bonos más seguros son los primeros en poder acceder al dinero procedente del fondo. Los propietarios de los más arriesgados son los últimos en la cola, esto es, son los primeros en sufrir las consecuencias si los propietarios dejan de pagar las cuotas. A cambio, disfrutan de tipos de interés más elevados y una mayor participación en caso de que los propietarios paguen sus hipotecas.

A continuación están los CDS (*credit-default swaps*), una especie de póliza de seguro que te compensa si un deudor no realiza sus pagos. Por ejemplo, un inversor podría comprar un CDS que le compensaría si una empresa no fuese capaz de devolver el principal o los intereses de sus bonos. Los CDS se vuelven más valiosos cuando el riesgo de impago aumenta o si la calificación del bono disminuye, ya que eso aumenta las posibilidades de recibir compensación. El especulador que compra un CDS no tiene que ser el propietario del título de deuda que se asegura.

En tercer lugar están las obligaciones garantizadas con deuda o CDOs. Existen muchos tipos, pero siempre se trata de fondos creados a partir de otros valores con acciones que luego se venden a los inversores. Por ejemplo, muchos CDOs se crearon juntando carteras de tramos de bonos de titulización hipotecaria de elevado riesgo y bajo *rating*. Al igual que los valores hipotecarios, los CDOs también presentan tramos.

Por últimos tenemos los CDOs sintéticos. Son muy parecidos a los CDOs ordinarios, excepto porque en lugar de poseer títulos reales, los inversores poseen *credit-default swaps* sobre títulos reales. En el acuerdo de Abacus, los CDOs poseían *credit-default swaps* que subirían o bajarían dependiendo de la suerte de una lista específica de RMBS, principalmente de las hipotecas *subprime* de los propietarios que son considerados de mayor riesgo.

Evaluar el riesgo y posibles recompensas de un CDO sintético es básicamente lo mismo que evaluar un CDO ordinario, ya que ambos dependen de la calidad de los títulos hipotecarios subyacentes, explica William Frey, presidente de Greenwich Financial Services, una firma de Connecticut especializada en títulos hipotecarios pero que no invierte en CDOs. ¿Puede un inversor evaluar un CDO estudiando los valores de titulización hipotecaria subyacentes? “Teóricamente sí”, dice Frey mientras añade, “Teóricamente es posible evaluar el diseño de ingeniería del puente George Washington antes de pasar sobre él”.

Para evaluar un CDO sería necesario estudiar cada título hipotecario subyacente; estamos hablando de varios miles de hipotecas, tal vez cientos de miles, explica Frey. Una evaluación rigurosa estudiaría la relación entre el importe del préstamo y el valor de tasación del inmueble (*loan-to-value ratio*), la localización de las viviendas, las tasas de desempleo, las tasas de impago y de ejecuciones hipotecarias de la zona, y otros factores determinantes en la probabilidad de impago de los propietarios.

“A efectos prácticos, a menos que dispongas del más sofisticado software del mercado, algo que muy pocos inversores tienen, debes confiar en las agencias de calificación”, explica Frey añadiendo que una persona que invierte en CDOs principalmente se basaría en los *ratings* de los títulos hipotecarios reflejados en el CDO.

Stu's Views

© Stu All Rights Reserved www.STUS.com

How many sleazy rating agencies does it take to change a light bulb, and wreck the global economy?



Three?



— ¿Cuántas Agencias de Calificación de mala calidad se necesitan para cambiar una bombilla, y arruinar la economía mundial?  
— ¿Tres?

**Las agencias de calificación han sido duramente criticadas por conceder buenas calificaciones a valores cuyo valor se precipitó bruscamente al vacío, tal y como ocurrió con los títulos de Abacus.** Los detractores sostienen que el problema fue que las comisiones de las agencias eran —y todavía siguen siendo— abonadas por las empresas que emiten los títulos, y que los modelos informáticos empleados para su análisis empleaban patrones pasados que no reflejan las condiciones de esta década.

Para complicar aún más cualquier análisis, dos títulos con la misma calificación pueden tratar a sus propietarios de maneras muy diferentes, explica el profesor de Finanzas de Wharton Marshall E. Blume. “**Los ratings son una medida unidimensional del riesgo, pero en la realidad el riesgo adopta muchas formas. Por ejemplo, se pueden tener dos bonos con la misma probabilidad de impago, a los que la agencia de calificación podría haber dado el mismo rating. Pero en caso de impago, con uno de los bonos se podría perder mucho más dinero que con el otro. Por tanto, los ratings por sí mismos no incluyen toda la información sobre el riesgo.**”

Durante el proceso de germinación de la crisis financiera, muchos CDOs con calificación AAA ofrecían un rendimiento mucho mayor que otro tipo de títulos también AAA, algo que en opinión de Blume sugiere que el mercado comprendió que el riesgo de los CDOs era mucho mayor a pesar de tener idéntico *rating*.

En muchos acuerdos CDO, las partes involucradas no tienen el mismo acceso a la información, añade Kent Smetters, profesor de Gestión de Seguros y Riesgos en Wharton. “El problema es que el vendedor conoce mejor la calidad de los títulos incluidos en el CDO que el comprador. En consecuencia, los bancos incluyen a menudo las hipotecas de mayor riesgo en los CDOs; el banco no vende normalmente las que presentan un buen comportamiento. Este problema se conoce como **selección adversa**”.

Dado que evaluar semejantes riesgos es muy complicado, los compradores de CDOs buscan cualquier información que pueda afectar a lo que están dispuestos a pagar por asumir el riesgo, señala Smetters. “Como inversor sofisticado que invierte en un CDO, querría saber si incluye una cantidad excepcional de basura, esto es, activos que posiblemente se conviertan en impagados. Esta información determinaría cuánto estaría dispuesto a pagar por la cartera de activos, incluso si fuese extremadamente tolerante al riesgo. Para mí, como comprador, resulta complicado ver la suscripción de los títulos. El vendedor debería desvelar información que yo, como comprador razonablemente prudente, querría saber a la hora de decidir el precio”. Las leyes, añade Smetters, “traspasan la obligación de publicar la información a manos de los vendedores”.



Dado que evaluar los CDOs compuestos de títulos hipotecarios difíciles de evaluar es una ciencia inexacta, un inversor prudente querría conocer el punto de vista de cualquiera que, como Paulson, estuviese involucrado en la selección de los títulos subyacentes, comenta Herring. “Efectivamente, yo habría estado interesado en saber que uno de los más exitosos gestores de fondos de inversión de la historia estaba ayudando a seleccionar los activos de una cartera para la que él apostaba corto. Si yo fuese el cliente, me habría sentido muy decepcionado y maltratado, incluso aunque Goldman Sachs tuviese a la ley de su lado. Simplemente no es el tipo de negocios que una empresa que quiere ser conocida por su integridad debiera realizar”.

**En sus declaraciones y testimonio ante el Senado, Goldman alegaba en su defensa que sus clientes son sofisticados inversores que saben evaluar los riesgos por sí mismos.** Durante las vistas, Blankfein el consejero delegado de Goldman, repetidamente describía como los clientes acudían a Goldman buscando oportunidades para asumir un tipo particular de riesgo; Goldman simplemente cumplía sus deseos. No obstante, varios senadores sostienen que Goldman ha sido frecuentemente el iniciador, utilizando sus empleados para animar a los inversores a comprar títulos de los que Goldman ya no quería ser propietario. En muchos casos, tal y como decía Levin, presidente del comité, Goldman animaba a los clientes a comprar títulos sin decirles que Goldman estaba apostando contra esos mismos títulos adoptando posiciones cortas. Blankfein por su parte informaba que Goldman no tiene la obligación de revelar a sus clientes sus propios puntos de vista sobre la calidad de cualquier título que venda.

Según Herring, este enfoque podría perjudicar la franquicia de Goldman. “Goldman Sachs se ha labrado su reputación como asesor de confianza y excelente gestor de inversiones. Mucha gente compraría un fondo de inversión Goldman Sachs simplemente porque se considera uno de los mejores inversores de este negocio. No obstante, si Goldman quiere jugar al juego del *caveat emptor*<sup>1</sup>, entonces pondrá fin a una valiosa reputación que se ha ganado duramente durante décadas”. En opinión de Allen, “tienen la reputación de jugar a dos bandas y aprovechar en su favor la información... Creo que les hará mucho daño... En el camino creo que seremos testigos de muchos descubrimientos escabrosos. No creo que Goldman salga muy bien parado de todo esto”.



No obstante, en opinión de Blume el caso abierto por la SEC no va a ser un caso de acoso y derribo. La propia SEC estaba dividida (2 votos a 3) a la hora de decidir si interponer una demanda contra Goldman, y normalmente no interviene a no ser que haya unanimidad. Es muy complicado definir qué constituye información material.

### El casino de Wall Street

El caso Goldman surge en un momento en que el Congreso está debatiendo las propuestas de los Demócratas para controlar de algún modo la compraventa de derivados. Algunos son partidarios de crear un sistema de intercambio centralizado y transparente, sustituyendo el opaco sistema *over-the-counter* (no organizado)<sup>2</sup>, de modo que los participantes pudiesen evaluar más fácilmente los precios. Algunos también quieren que las transacciones pasen por una cámara de compensación central. Con dicha cámara garantizando el pago y la entrega de los títulos adquiridos habría menos dudas sobre el buen comportamiento de la parte contraria. Utilizar un agente de intercambio y compensación podría ayudar a incrementar la seguridad de los mercados de derivados, explica Blume. Como estos sistemas, empleados desde hace tiempo para las acciones, reducen las comisiones y las diferencias entre los precios de salida y de adjudicación, los beneficios de las empresas de servicios financieros se verían mermados, lo cual explica su oposición, añade. Un sistema centralizado podría animar a utilizar productos estandarizados, los cuales son más seguros porque son más transparentes, aunque seguiría habiendo cierta compraventa de derivados a la carta fuera del sistema central. La mayoría de los usuarios optaría por productos estandarizados, del mismo modo que los consumidores compran ropa “lista para llevar” en lugar de hacerse ropa a medida: los productos estandarizados son más baratos, explica Blume.

Allen está de acuerdo en que el mercado de productos a la carta podría mermar si se establece un mercado de derivados estandarizados. “Sí, eso podría ocurrir”, dice. “Este es un equilibrio muy interesante entre mercados *over-the-counter*, con muchos títulos a la carta, y mercados con productos estandarizados donde simplemente se ejecutan transacciones”.

<sup>1</sup> ‘Cuidese el comprador’. Doctrina de la ley de la propiedad que expresa que la responsabilidad de una compra recae en el comprador, quien deberá tomar las medidas oportunas para asegurarse previamente de la calidad de lo adquirido descartando posibles reclamaciones futuras al vendedor.

<sup>2</sup> La negociación *Over The Counter* (OTC) negocia instrumentos financieros (acciones, bonos, materias primas, swaps o derivados de crédito) directamente entre dos partes. Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados organizados.

A medida que se re-evalúa el sistema de intercambio de derivados, algunos detractores se preguntan si ciertos derivados sirven algún objetivo útil o simplemente han convertido a Wall Street en un casino. Frey y los profesores de Wharton entrevistados creen que los derivados vinculados a activos reales, como hipotecas, cumplen una función. Por ejemplo, los bonos de titulación hipotecaria permiten al prestamista convertir los futuros pagos de los propietarios en dinero en efectivo, de manera que el prestamista puede ofrecer dinero a otros compradores de vivienda.

Los *credit-default swaps* permiten a las empresas y a otros agentes económicos protegerse de los riesgos. Por ejemplo, el propietario de un bono puede utilizar un CDS para asegurarse contra el peligro de no recibir los pagos prometidos del principal e intereses. El problema, sostienen algunos críticos, es que el comprador de CDS no tiene por qué ser el propietario del título que está siendo asegurado. Esto permite emplear los *swaps* con fines meramente especulativos, como si se firmasen 10 seguros sobre la vida de un desconocido, esperando beneficiarse si ese desconocido fallece, algo que sería ilegal con un seguro ordinario. La especulación desenfadada con *credit-default swaps* fue la responsable de los 182.000 millones de dólares en ayuda gubernamental para American International Group. (AIG) Los CDOs pueden tener una función útil cuando reagrupan títulos reales, como los que tienen garantía hipotecaria, dice Smetters. En este caso contribuyen poniendo dinero a disposición de los propietarios de viviendas.



Pero los CDOs sintéticos, como los del caso Goldman, no consiguen dinero a la gente o a las empresas con necesidades reales, dice Frey. Los CDOs sintéticos, añade Blume, son más bien apuestas contra los espectadores que están alrededor de las mesas del casino. Aunque la creación de CDOs ordinarios está limitada por la disponibilidad de valores subyacentes como títulos hipotecarios, se puede crear un volumen ilimitado de CDOs sintéticos porque no están vinculados a títulos basados en activos sino a *credit default swaps*, los cuales pueden crearse en cantidades ilimitadas. Así, los CDOs sintéticos supieron satisfacer la fiebre de principios de siglo por inversiones con altos *ratings*. Como los *ratings* estaban mal hechos, el valor de muchos títulos hipotecarios se hundió, y los CDOs sintéticos ampliaron la magnitud de las pérdidas.

Tal y como dice Frey: “Cuando se analizan los títulos ... hago una pregunta muy sencilla: ¿Existe algún motivo económico para que esta transacción se realice? Y si la respuesta es negativa, entonces ¿en qué consiste esta transacción?” Los CDOs sintéticos no pasan este simple test, dice Frey. “No creo que sean para nada necesarios. No creo que exista una necesidad económica real oculta para este tipo de transacciones. ¿Qué se logra realmente con la transacción, más que mover dinero de un lado para otro? Mover dinero no es una actividad económicamente productiva”.

Fuente: [www.wharton.universia.net](http://www.wharton.universia.net) - 05/05/10  
Editado por: GIP.



Ing. Gustavo Ibáñez Padilla – Consultoría Empresarial es una organización de consultoría financiera independiente, que opera en el Mercado Internacional. El contenido de este informe tiene el propósito de brindar información únicamente y no constituye una oferta de venta, o una invitación a compra, o una invitación para investigar acerca de un producto financiero cuando cualquier oferta de venta o invitación de compra pudiera violar las leyes la jurisdicción correspondiente. Este artículo sólo contiene información general, no pretende ofrecer asesoramiento de inversión personal y no toma en consideración los objetivos específicos de inversión, la situación financiera ni las necesidades particulares de ninguna persona específica.