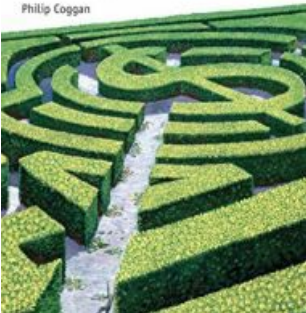


Guide to Hedge Funds

The Economist

What they are, what they do, their risks, their advantages

Philip Coggan



Libro Guía de hedge funds

Philip Coggan

Profile Books, 2008

También disponible en: Inglés

Reseña

Este sucinto manual ofrece una introducción concisa y de amena lectura al tema controvertido de los hedge funds. Philip Coggan demistifica estos vehículos de inversión complejos, generalmente desregulados. Identifica los principales estilos de inversión de los hedge funds, enumera algunos de los hedge funds más importantes y explica su funcionamiento. Dilucida algunos de los lugares más oscuros del mundo de los hedge funds, y ofrece uno de los relatos mejor escritos hasta el momento de los riesgos y dificultades regulatorias. *BooksInShort* recomienda este libro a lectores que tienen un conocimiento básico del lenguaje y los conceptos financieros y de inversión y que pretenden una introducción objetiva e imparcial al mundo de los hedge funds.

Ideas fundamentales

- Los gestores de hedge funds se han convertido en centro de fascinación e del horror.
- La etiqueta de “hedge fund” agrupa muchos estilos de inversión y es difícil definirla.
- Los hedge funds comparten determinadas características: remuneración extraordinariamente alta de los gestores, nivel de riesgo muy elevado, mayor apalancamiento que el esperado y énfasis en la rentabilidad absoluta.
- La reglamentación de hedge funds han sido bastante laxas en los Estados Unidos.
- Las autoridades de Europa continental, en especial los alemanes, han demandado una reglamentación más rigurosa de los *hedge funds*, pero Gran Bretaña y Estados Unidos han preferido un enfoque más liberal.
- Los estudios sugieren que los gestores de hedge funds generan rentabilidades positivas incluso en mercados negativos, pero los inversionistas posiblemente no obtengan lo que están pagando, ya que los gestores se quedan con gran parte de las ganancias.
- Los inversionistas activistas invierten en el capital de empresas y promueven cambios de gestión para aumentar el valor.
- La industria de los hedge funds está cambiando a medida que madura.
- Las consecuencias de la crisis hipotecaria subprime sugiere que el crecimiento futuro de los hedge funds puede no ser tan impresionante como en el pasado.
- A todas luces, la industria de los hedge funds tiene trabajo serio por delante en materia de control del riesgo.

Resumen

El mundo de los hedge funds

Los gestores de hedge funds son el nuevo paradigma público de Wall Street: los manipuladores de dinero que se llevan grandes ganancias. Los gestores de hedge funds, en su mayoría de sexo masculino, han dado muestras de su poder para modificar el valor de divisas, poner nerviosos a los directivos de empresas, provocar el colapso de mercados y ganar grandes sumas de dinero con todas esas acciones. Veinticinco gestores de hedge funds concentraron retribuciones por valor de USD 14.000 millones en 2006. Más aún, obtienen esas grandes remuneraciones aun cuando rechacen capital de inversión. Los mejores gestores de hedge fund son bastante selectivos al decidir qué dinero gestionar.

“Quienes...administran los fondos tienen el poder para hacer colapsar divisas, tranquilizar ejecutivos de empresas, provocar hundimientos de mercados y, durante ese proceso, acumulan vastas riquezas.”

Los hedge funds han adquirido más importancia en el sistema financiero al haber asumido funciones que solían ser exclusivas de bancos, compañías de seguro, fondos de pensión, fondos de inversión colectiva, etc. No obstante, la mayoría de los gestores de hedge funds tienen un estilo elegante informal que parece condecirse con su

prestigio, y es mucho más relajado que los banqueros de los años ochenta.

“Gradualmente, la industria está adquiriendo carácter principal. Pero sigue siendo un mundo extraño y maravilloso, donde cantidad de distintas criaturas son apodadas hedge funds, a pesar de tener características asombrosamente distintas.”

En el inconciente público, al menos en Gran Bretaña, el rostro de los hedge funds es George Soros, quien “hizo quebrar al Banco de Inglaterra” en 1992. En los Estados Unidos, el público posiblemente tienda a reconocer el nombre de Long-Term Capital Management, el fondo cuya plantilla de premios Nobel no pudo impedir que el sistema financiero mundial prácticamente colapsara a finales de los años noventa.

Conocimientos básicos de hedge funds

Los hedge funds son difíciles de definir. La categoría agrupa una variedad asombrosa de estilos de inversión, instrumentos, estrategias, tarifas de comisiones y otras características. Aun así, las siguientes generalidades se aplican a todos:

- Por lo general, los hedge funds son cerrados, es decir, sus acciones no cotizan en bolsa.
- Tienden a carecer de liquidez: los inversionistas no tienen libertad para retirar capital.
- Normalmente están exentos de las reglamentaciones y los impuestos que gravan a otros vehículos de inversión.
- Tienden a ser flexibles y realizan operaciones de especulación con un amplio espectro de instrumentos.
- Sus gestores normalmente reciben retribuciones excesivas. Recogen sumas de dinero en ocasiones descabelladas, a pesar de no haber tenido buenos resultados. Estas comisiones generan bastante controversia.

“Las técnicas de los hedge funds han venido para quedarse, aunque la industria en sí cambie de manera irreconocible, y la mala publicidad que tuvieron en 2007 probablemente desacelere su crecimiento.”

Los hedge funds son más riesgosos que muchas otras inversiones. Entre los riesgos cabe citar los siguientes:

- El apalancamiento magnifica las ganancias pero también multiplica las pérdidas. Algunos hedge funds prácticamente desaparecieron en 2007, es decir, sus inversores perdieron la mayor parte o la totalidad del capital invertido debido a la especulación en títulos respaldados por hipotecas.
- El hecho de estar exentos de reglamentaciones implica que puede ser más fácil cometer fraude en los hedge funds.
- La iliquidez ata a los inversionistas al fondo: sacar dinero durante épocas malas puede ser difícil.
- Los gestores de hedge funds cobran altas comisiones, en ocasiones más elevadas que lo necesario para absorber el excedente de rentabilidad que el inversionista podría haber esperado; posiblemente no obtenga lo que pagó.
- Los hedge funds no son transparentes, y dada su opacidad los inversionistas tienen dificultades para saber en qué invierten los fondos. Y nuevamente, el apalancamiento hace que esta opacidad sea aún más riesgosa.

“Las comisiones de los hedge funds son suficientemente altas para que se cuestione si acaso generan más dinero para ellos mismos que para sus clientes.”

Algunos inversionistas pueden invertir en hedge funds con el objetivo de diversificar sus carteras. Dado que las operaciones de cobertura pueden generar rentabilidad positiva tanto en mercados en alza como en baja, por lo general tienen buenos registros. Sin embargo, a diferencia de los gestores de inversión convencionales, los gestores de hedge funds no definen el éxito en función de batir a un índice de mercado. Si un índice desciende y los clientes de gestores convencionales no pierden tanto como el índice, se considera que se ha tenido éxito. Sin embargo, los inversionistas han perdido dinero. Por el contrario, los gestores de hedge funds buscan rentabilidades absolutas.

“Tradicionalmente, los activistas eran considerados una fuerza en el mercado estadounidense, pero han estado desplazando su atención hacia Europa. Esto permite explicar por qué han sido objeto de controversia; en Europa continental, la tradición es ver más no escuchar a los accionistas.”

Los gestores de hedge funds ganan dinero en los mercados bajitas mediante operaciones de venta en descubierto. Su capacidad para vender en descubierto con tanta facilidad es un elemento importante de su éxito, pero también alimenta la controversia. Los directivos de empresas odian que los inversionistas vendan sus acciones en descubierto porque esa práctica, en rigor, es un voto contra la dirección. Quien vende valores en descubierto apuesta a que el precio de una acción bajará, toma en préstamo las acciones y las vende con el plan de readquirirlas más adelante a un precio menor y devolvérselas a quien se las prestó. La venta en descubierto desempeña una función económica valiosa. Por ejemplo, contribuye a corregir burbujas y manías. La práctica de venta en descubierto susurra palabras de escepticismo en los oídos eufóricos de un mercado. Así pues, las ventas en descubierto de los hedge funds no son inmorales ni turbias, pero sí riesgosas, al igual que muchas otras estrategias de inversión de los hedge funds.

Cómo hacen dinero los hedge funds

En 1990, apenas había 600 hedge funds en actividad; en 2000, eran 10.000. Los hedge funds se alzaron con USD 65.000 millones en concepto de comisiones en 2005.

“A primera vista, parece ser ciertamente muy difícil sostener que los hedge funds obtienen retribuciones acordes a su contribución a la sociedad.”

Los hedge funds se clasifican en cuatro categorías, cada una con subcategorías:

1. Fondos accionarios o de renta variable

Estos fondos incluyen:

- **Estrategia Long-short** – Estos gestores compran algunas acciones y venden otras en descubierto, a la espera de ganar dinero cuando suban sus posiciones

- largas y desciendan sus posiciones cortas.
- **Estrategia Market neutral** – Es un subgénero de la inversión en posiciones cortas y largas, en las que el gestor trata de neutralizar la cartera de los altibajos del mercado.
- **Estrategia Short selling** – Estos fondos no toman posiciones largas; realizan únicamente operaciones de venta en descubierto.

2. Fondos de arbitraje

Estos fondos procuran sacar provecho de anomalías en los precios de los valores. Por lo general, los gestores apuesta a una relación teórica entre precios. Cuando un precio se aparta de la línea teóricamente correcta, invierten a la espera de que esa situación se revierta. Los principales tipos de inversión de arbitraje son los siguientes:

- **Convertible** – Algunas cláusulas incluidas en los contratos de emisión de bonos permiten que los inversionistas canjeen deuda por capital a un precio determinado. Para los gestores de hedge funds, estos títulos convertibles combinan un bono y una opción, y apuestan a las relaciones entre los precios subyacentes.
- **Statistical arbitrage** – Los arbitrajistas estadísticos, que cultivan una disciplina intensamente cuantitativa, buscan patrones en los precios de los títulos.
- **Fixed-income arbitrage** – Estos inversionistas tratan de sacar provecho de ineficiencias en los precios de los bonos. Ésta era la estrategia del hedge fund Long-Term Capital Management (LTCM), que fracasó debido a fallas en los modelos e insuficiencia de capital.

3. Fondos direccionales

Estos tipos de fondos invierten en tendencias:

- **Global macro** – La inversión Global macro ha perdido popularidad en los últimos años, en parte porque se requiere una enorme confianza de los inversionistas de que el gestor de hedge fund será capaz de predecir el futuro acertadamente.
- **Managed futures y commodity trading advisors** – Como bien indican los nombres, estos fondos invierten en futuros y materias primas. Si bien no son hedge funds rigurosamente hablando, asumen enormes riesgos y ganan suculentas rentabilidades.

4. Fondos conducidos por eventos

Estos fondos invierten en situaciones específicas. Por ejemplo:

- **Distressed debt** – Estos fondos compran deuda de entidades que han transitado tiempos difíciles, y apuestan a que en el apuro por salir de esta situación, los titulares de la deuda estarán dispuestos a venderla a precios más bajos que los que justifican las auténticas perspectivas de las entidades.
- **Merger arbitrage** – Los inversionistas apuestan a los resultados de adquisiciones y fusiones.
- **Activist investors** – Los inversionistas impulsan cambios en la dirección que aumentan el valor.

Hedge Funds: lo bueno, lo malo y el futuro

La regulación de hedge funds ha sido un tema controvertido. En términos generales, Gran Bretaña y Estados Unidos han favorecido el enfoque de libre mercado en tanto Europa continental, en especial Alemania, han exhortado el establecimiento de reglas obligatorias. Hasta hace poco, los argumentos en favor de la autoreglamentación se han basado en la ausencia relativa de escándalos de hedge funds en Gran Bretaña y Estados Unidos. Sin embargo, los sucesos recientes en el mercado hipotecario, en especial el caos en torno de las inversiones en hipotecas subprime, puede haber cambiado esa realidad.

“Son muchos los estudios académicos que están surgiendo, pero todos parecen coincidir en una conclusión: los hedge funds generan alfa [ganancias en mercados bajistas]. El interrogante es en qué medida esa alfa queda en manos de los gestores.”

Para muchos, pareciera que los gestores de hedge funds reciben retribuciones desproporcionadas para el valor que aportan a la sociedad. Más aún, los hedge funds parecen ser especialmente riesgosos. Aunque los defensores de los hedge funds señalan las políticas sofisticadas de control del riesgo que instrumentan, al menos, algunos fondos, la crisis del mercado subprime llevó a muchos a creer que la inversión en hedge funds ha tenido un efecto nocivo. Estos temas han saltado a primera plana:

- **Modelos con fallas** – Los gestores de hedge funds normalmente han estudiado en las mismas escuelas, de modo que analizan los mismos datos y sacan conclusiones similares. Dado que comparten algunas ideas sobre los elementos necesarios para armar un buen modelo financiero, se han dado casos en que todos los modelos fallaron de similar manera simultáneamente.
- **Inversiones estructuradas** – Los gestores de hedge funds invirtieron significativamente en valores respaldados por hipotecas y otras estructuras de valores sofisticadas con la idea equivocada de que habían analizado minuciosamente su estrategia y comprendían lo que hacían.
- **Carry trade** – Los gestores tomaron préstamos en divisas que pagan bajas tasas de interés e invirtieron en monedas más rentables. A largo plazo, el carry trade debería ser inviable. De hecho, los gestores de hedge funds tienden a tomar las mismas posiciones en las mismas operaciones, lo que conduce a cuestionarse a qué cliente se le puede vender en caso de problemas.

“Los hedge funds no constituyen una industria, ni una clase de activo o una inversión.”

Dos cosas son claras en materia de hedge funds: Aparentemente rinden por encima de la media y los gestores mantienen una porción desproporcionada de esas rentabilidades. Sin embargo, las rentabilidades de hedge funds no se encuentran dispersas en una distribución normal. Según algunos analistas, tienen cierta predisposición a las pérdidas y son un poco más vulnerables que lo normal a los sucesos extremos.

“A riesgo de ser pretencioso, casi podría decirse que los hedge funds son un estado de ánimo.”

Dicho esto, los hedge funds han sido notablemente populares entre los inversionistas en estos últimos años. Predecir cuál será el destino de los hedge funds en el futuro es difícil. Hay indicios de que la industria puede estar en una fase de consolidación y quizás más dócil. Algunos hedge funds se esfuerzan por reducir el riesgo y aumentar la transparencia. Los gestores de hedge funds también han tratado de captar capital permanente para poder inmunizarse de la inestabilidad del mercado y de las conmociones a corto plazo. Sin embargo, una industria lamentablemente famosa por las elevadas comisiones posiblemente tenga dificultades para justificar esas comisiones a menos que asuma riesgos.

Sobre el autor

Philip Coggan escribe la columna “Buttonwood” para la publicación *The Economist*, donde también es jefe de redacción de la sección mercados de capital.
