

Hedge funds

Angel Vilariño

Un *hedge fund*, traducido literalmente como fondo de cobertura, es un vehículo de un conjunto de inversiones, gestionados y administrados por una organización privada formada por gestores e inversores profesionales de alto prestigio en los medios financieros. El adjetivo cobertura no tiene gran utilidad para entender el funcionamiento de estos fondos y más bien puede inducir a confusión. Estos vehículos financieros no están abiertos a todos los inversores, ya que tienen fuertes barreras de entrada en forma del mínimo capital requerido para poder participar -en muchos casos se sitúa por encima de un millón de dólares- Los partícipes son, en muchos casos, inversores institucionales: bancos de inversión, bancos comerciales, sociedades de valores, e inversores privados con grandes patrimonios, incluso bancos centrales. Es frecuente que los propios gestores tengan posiciones en los fondos e reinviertan en ellos las altas remuneraciones que reciben por la gestión.

Convencionalmente sus orígenes se pueden situar en 1949 cuando A.W. Jonesⁱ creó en Estados Unidos lo que se considera el primer *hedge fund*. En 1968 la SEC identificaba 140; pero ha sido en el período 1995-2000 cuando se produce una fuerte expansión. En 1998 en un informe elaborado por la SEC se estimaban la existencia de cerca de 3.500, con un patrimonio aproximado de 300.000 millones de dólares de capital y cerca de 1 billón de dólares de activos. El fondo con mayor capital alcanzaba la cifra de 12.000 millones de dólares en 1998.

Los *hedge funds* tienen diferencias significativas con otros vehículos financieros como los fondos de inversión, que suelen estar muy reglamentados, con prohibiciones o limitaciones para tomar posiciones cortas, y la utilización de derivados. Los *hedge funds* carecen de dichas limitaciones y la únicas restricciones son autoimpuestas al especializarse en determinados mercados y activos. Otra diferencia de gran calado con los fondos de inversión está en el apalancamiento, considerado en un doble sentido. En una primera acepción, el apalancamiento se refiere a la relación entre recursos ajenos y recursos propios u otra forma equivalente, como es el ratio de activos sobre capital. En términos más precisos el apalancamiento debe medirse por la relación

entre el riesgo económico soportado y el capital. Hay que considerar que los activos son heterogéneos desde el punto de vista del riesgo, por lo que su simple suma no expresa el riesgo soportado. Para un cálculo adecuado del apalancamiento hay que tener en cuenta también, las posiciones fuera de balance, que en el caso de los *hedge funds*, son en general muy importantes.

Los *hedge funds* consiguen altos niveles de apalancamiento, medido de una u otra forma, mediante la realización de repos, la utilización de derivados y la financiación directa a corto plazo, aunque esta última forma es menos utilizada por motivos de precio. Las líneas de crédito se utilizan para cubrir desfases temporales de liquidez. Las limitaciones al apalancamiento son las que impongan las contrapartes y el peso de las garantías que, en su caso, exijan. El nivel de apalancamiento de los *hedge funds* ha sido y es alto. Este es uno de los factores que explica las altas rentabilidades obtenidas, asociado a un alto nivel de riesgo. Los ratios de apalancamiento de algunos de los *hedge funds* superan con creces lo establecido en la regulación internacional para los bancos. El apalancamiento genera un alto riesgo de liquidez. Otras entidades como los bancos, que tienen fuerte apalancamiento operan en mercados interbancarios de máxima liquidez y con un prestamista en última instancia. Pero además hay otra diferencia esencial entre los bancos y los *hedge funds*, que es la amplia base de depósitos minoristas, que en general tienen los bancos, frente a una financiación concentrada en unas pocas contrapartes. El alto apalancamiento, combinado con posiciones en activos estructurados y en activos poco o nada líquidos, puede generar situaciones de gran fragilidad.

Otra diferencia importante de los *hedge funds* respecto a otros vehículos está en la remuneración de los gestores. Además de las comisiones de gestión, relativamente altas, los gestores reciben un porcentaje de los beneficios obtenidos. En el caso del Long Term Capital Management era del 25%, cifra espectacularmente alta, dado el volumen de activos negociados y los beneficios obtenidos.

Los *hedge funds* se diferencian entre sí por las estrategias de inversión. Los hay que toman posiciones en empresas de muy baja calidad crediticia pero que a su juicio están infravaloradas o van a tener procesos de reorganización y adquisiciones. Otro tipo son los que establecen estrategias de inversión mediante la predicción de variables macroeconómicas anticipando la convergencia de tipos de interés o variaciones debido a los movimientos de la inflación. Otros toman posiciones en bonos y *swaps*,

combinando posiciones largas y cortas a diferentes plazos. Otros se especializan en derivados, estableciendo cuasiarbitrajes entre mercados organizados y mercados OTC. También existen los que negocian divisas, utilizando activamente derivados, y los que invierten en mercados emergentes y en privatizaciones.

En Estados Unidos los *hedge funds* están exentos de informar a la SEC y carecen de restricciones sobre apalancamiento y estrategias de inversión.

ⁱ A.W.Jones llevaba a cabo estrategias de compra de activos supuestamente infravalorados y venta en corto (mediante préstamo de valores) de activos supuestamente sobrevalorados. La estrategia la denominaba de cobertura por la presencia de posiciones largas y cortas, pero es una estrategia con riesgo. El éxito de la estrategia descansa en que el juicio del que la realiza se confirme mejor que el juicio actual del mercado.