

Para el autor, la relativa popularización de estos productos es más un beneficio que una amenaza para la estabilidad de los mercados pues aportan mayor eficiencia y más liquidez

LOS FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE (HEDGE FUNDS) Y SU PAPEL EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los fondos de inversión libre están adquiriendo un protagonismo creciente en los mercados financieros. El peso de los activos invertidos en hedge funds sobre la capitalización de los mercados es aún modesto (algunos estudios lo sitúan en torno al 1,5%), pero se ha incrementado rápidamente en los últimos años a causa del enorme desarrollo de este tipo de gestión. En España este tipo de instrumentos de inversión de “gestión alternativa” están disponibles de forma directa desde hace poco: a través de los denominados fondos de inversión libre para los inversores cualificados y, más recientemente, a través de los fondos de fondos de inversión libre para los inversores particulares o no profesionales .



RAFAEL HURTADO COLL
DIRECTOR MULTIGESTIÓN, POPULAR GESTIÓN SGIIC
(GRUPO BANCO POPULAR)

Los fondos de inversión libre actúan en los mercados financieros, son participantes activos, por lo que sus decisiones de inversión, en mayor o menor grado, influirán en los precios de los activos.

En muchas ocasiones a los *hedge funds* se les ha achacado propiciar inestabilidad financiera. Diversos organismos internacionales, como el Banco Central Europeo (BCE) o el Fondo Monetario Internacional (FMI), alertan frecuentemente sobre los riesgos que los fondos de inversión libre pueden suponer para la estabilidad del sistema financiero internacional. Desde la quiebra del *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM), en 1998, han sido muchos los estudios académicos que relacionan la actuación de los fondos de inversión libre y la estabilidad financiera.

La crisis del LTCM en 1998 tuvo como resultado que tanto autoridades financieras, como los bancos que financian a los fondos de inversión libre, sean mucho más conscientes del riesgo potencial de la ope-

NOTA: El presente artículo es un resumen de una ponencia de un curso de verano, celebrado en Oviedo entre el 3 y 5 de julio de 2006 y organizado por BME y la Universidad de Oviedo. Próximamente se publicará el libro “Nuevas alternativas para la Inversión Colectiva: Fondos Cotizados y Fondos de Inversión Libre” que recoge las intervenciones del citado curso de verano celebrado en Oviedo.

rativa de los *hedge funds*. De acuerdo con García Santos (2005:101), “la gestión de riesgos realizada por los *hedge funds* y por las entidades bancarias que les proporcionan servicios financieros ha mejorado desde la crisis del Long Term Capital Management (LTCM) en 1998”.

¿PUEDEN CREAR INESTABILIDAD EN EL SISTEMA?

Junto con quiebras de *hedge funds* como la del LTCM, diversos autores como Kodres (1998), advierten de que este tipo de fondos puede crear inestabilidad en los mercados (estrategias desestabilizadoras en la terminología del autor) a causa de usar precios existentes para decidir cómo operar (comprar o vender), y de usar las posiciones de otros participantes en los mercados como base de sus decisiones de inversión.

La primera estrategia desestabilizadora, basada en los precios, generalmente se la denomina como de movimientos procíclicos (*positive feedback trading*, en inglés). Esta estrategia consiste en que los participantes compran un activo después de que el precio del mismo se haya incrementado, y lo venden tras haber disminuido su valoración. Este tipo de actitudes crea un problema de “sobre-reacción”, añadiendo mayor volatilidad al precio de los activos cotizados.

Los movimientos procíclicos se pueden generar por diversos comportamientos de los inversores institucionales en los mercados de valores. Algunos de los más frecuentes son las estrategias de seguimiento de tendencias (*trend-following*, en inglés), las órdenes de pérdida máxima (*stop*

loss orders, en inglés), coberturas o márgenes (*margin calls*, en inglés) y, por último, la estrategia de cobertura delta, también conocida por el término cobertura dinámica o, en inglés, *dynamic hedging*.

La segunda clase de estrategia desestabilizadora, es, como ya se ha mencionado, la formada por las estrategias que usan las posiciones de otros participantes en el mercado como base para sus decisiones de compra o venta. Esto se puede realizar de forma directa, observando las posiciones de otros participantes en los mercados, o de manera indirecta, usando la misma clase de información y análisis que otros participantes. Cuando alguien decide tomar una posición porque otro u otros lo han hecho anteriormente, se denomina “efecto rebaño”.

A los fondos de inversión libre, en ocasiones, se les acusa de ser los “líderes del rebaño”. Los *hedge funds* tienen reputación de ser buenos en pronosticar movimientos de mercado; además, en ocasiones, existe una visión errónea de que son casi infalibles y siempre ganan dinero, lo

cual puede inducir a que, ante la noticia de que algunos fondos de cobertura toman determinadas posiciones, otros inversores les imiten. Los gestores de fondos de inversión libre niegan de forma tajante que ellos sean líderes ni propiciadores de nada. En realidad, este tipo de fondos suele ser muy celoso con la información que ofrece al público en general, e incluso con la información que da a sus propios inversores. No es frecuente que un fondo de inversión libre desvele su cartera, ni siquiera a los que les han confiado la gestión de su

dinero. Esta falta de transparencia hace muy difícil que otros inversores conozcan donde invierte un determinado “gestor estrella” de un fondo de inversión libre, e imitarlo.

SUS DEFENSORES: LOS HEDGE FUNDS CONTRIBUYEN A LA EFICIENCIA Y ESTABILIDAD DE LOS MERCADOS

A pesar de la enorme cantidad de estudios e informes que existen sobre los fondos de inversión libre y sus posibles efectos de desestabilización en la economía, en términos relativos son muy pocos los *hedge funds* que han quebrado o han tenido serias dificultades. Por el contrario, y en su favor, decir que son muchos los aspectos positivos que los fondos de inversión libre tienen sobre los mercados financieros. Los *hedge funds* realizan estrategias que podemos calificar de estabilizadoras, ya que logran que los mercados financieros sean más eficientes. Kodres (1998) divide dichas estrategias estabilizadoras en dos clases. La primera son las estrategias contrarias, y la segunda las estrategias de arbitraje.

Las estrategias contrarias suponen vender cuando está caro y comprar cuando está barato, de forma contraria a lo que hace el resto del mercado (es ir contrarriente). De esta manera se empuja a los precios hacia la estabilidad. Existe un tipo de fondo de inversión libre que se caracteriza por invertir en títulos infravalorados (*distressed securities*). Los *hedge funds* pueden ser los primeros en tomar posiciones en títulos que, por diversas razones, se encuentren cotizando a unos precios excesivamente reducidos. Tal y como señalan Eichengreen y Mathieson (1998), las expectativas de una parte de los clientes de que los fondos de inversión libre obtendrán resultados por encima de lo normal, forzará a los gestores de dichos fondos a comprar los mismos activos que están siendo vendidos por otros inversores, así como a tomar posiciones cortas en aque-

No es posible probar que este tipo de vehículos de inversión supongan de forma agregada una amenaza para la estabilidad de los mercados. Muy al contrario, la operativa de los hedge funds puede suponer una mayor eficiencia para dichos mercados financieros



llos que están siendo comprados.

Las estrategias de arbitraje también pueden ser consideradas como un mecanismo de estabilización, ya que conectan un mercado con otro, sin influir necesariamente en la volatilidad. Sin la acción de los arbitrajistas, el mercado no sería eficiente, ya que se podrían comprar activos similares a precios diferentes.

MÁS LIQUIDEZ

Los fondos de inversión libre, además de tomar posiciones contrarias y de ayudar a la interconexión de los mercados mediante el arbitraje, pueden tener otras ventajas para los mercados financieros en particular y para la economía en general. A continuación trataremos estas ventajas.

En primer lugar, algunos fondos de inversión libre dan liquidez a mercados con falta de la misma. Los *hedge funds* buscan ineficiencias, y éstas se producen frecuentemente en mercados poco líquidos, donde, gracias a las operaciones de estas instituciones de inversión colectiva, dicha liquidez se incrementa, beneficiando a los inversores en dichos mercados.

De acuerdo con Czaplá (1997), el uso de la estrategia de futuros gestionados en los mercados emergentes añade liquidez, incrementa la eficiencia de los mercados, y permite la cobertura de manera más eficiente. Un mercado desarrollado de futuros facilita que los inversores puedan cubrir, si lo desean, sus posiciones.

Además, Czaplá (1997) señala que a medida que un mercado de futuros se hace más grande, el volumen y la liquidez ayudan a atraer a nuevos usuarios de dicho mercado. Esto crea un entorno económico con ciertas ventajas a priori ocultas, tales como potenciales ingresos por impuestos, incrementos de los balances ban-

carios, y nuevas oportunidades de crear empleos. El autor termina aseverando que, lamentablemente, las regulaciones gubernamentales están impidiendo el desarrollo de mercados de futuros en muchos países emergentes.

MENOS INEFICIENCIAS

En segundo lugar, el hecho de que los fondos de inversión libre exploten ineficiencias, hace que los mercados financieros caminen hacia una reducción de las mismas, estando los precios cada vez más ajustados a su "valor fundamental".

En tercer lugar, tal y como señala Ineichen (2000:77), los fondos de inversión libre pueden reducir el coste de capital de algunos proyectos. Los *hedge funds* en muchas ocasiones son los primeros compradores de nuevos títulos, tanto en mercados primarios como secundarios.

El hecho de que los fondos de inversión libre sean en muchas ocasiones compradores, en mercados primarios y secundarios, de productos innovadores, como los bonos de titulaciones hipotecarias, permiten a los particulares y a las empresas financiarse de manera más eficiente. En muchos casos los *hedge funds* son los primeros compradores de estos nuevos títulos, por lo que resulta aún más importante su papel. Según Ineichen (2003:90), sin la participación de los fondos de inversión libre muchos proyectos no podrían encontrar la necesaria financiación.

En cuarto lugar, los *hedge funds* permiten a los inversores diversificar las carteras de forma más eficiente, ya que los fondos de inversión libre suelen tener baja correlación con los activos tradicionales.

OTRAS APORTACIONES POSITIVAS

En quinto lugar, los fondos de inversión libre pueden mejorar el gobierno corporativo de las empresas cotizadas, ya que pueden forzar a que la dirección de la empresa tome medidas que maximicen el valor de la misma.

Existe una clase de fondo de inversión libre que se conoce como activista, y su estrategia se basa en la adquisición de participaciones en empresas cotizadas que consideran que cotizan con descuento, forzando a la dirección de la compañía a manejar la empresa de una manera que los fondos de inversión libre estiman como la correcta para maximizar el valor de los accionistas. Un ejemplo de fondo de inversión libre con estrategia activista es el Children's Investment Fund, gestionado por Chris Hohn, el cual forzó la salida del consejero delegado de Deutsche Boerse, Weiner Seifert, ante la negativa de dicho *hedge fund* a los términos en que la compañía alemana pretendía adquirir la firma británica London Stock Exchange.

Si bien no existe un gran número de fondos de inversión libre con estrategia activista (en 2005 se calcula que existían unos 90), su crecimiento está siendo alto, y la atención que los medios le prestan a este tipo de estrategia también es elevado. Aunque en líneas generales la estrategia es bien vista por la mayoría de los participantes de los mercados financieros, algunos especialistas critican que los fondos activistas sólo intenten maximizar el valor de la compañía en el corto plazo, y que no tengan una visión a más largo plazo.

En último lugar, los fondos de inversión libre pueden actuar como catalizadores de las reformas económicas y financieras necesarias. Según Krauss y Simoff (1999),

los fondos de inversión libre ponen de manifiesto los problemas existentes en una economía y fuerzan a los Gobiernos a tomar las medidas adecuadas. Para estos autores, la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992, la crisis mejicana de 1994-1995 y la asiática de 1997, ayudaron a los diseñadores de políticas económicas a tomar las decisiones adecuadas. Sin estos episodios de crisis no habría habido incentivo para reformar.

CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS

Krauss y Simoff (1999) ven la actuación de los fondos de inversión libre como la “mano invisible” de Adam Smith aplicada a los mercados financieros; buscando el beneficio propio promueven el beneficio general, minando las malas economías. No obstante, estos autores asumen que los mercados no son perfectos y que en una crisis se pueden ver perjudicadas economías saneadas, siendo víctimas inocentes, pero esto sólo se producirá en el corto pla-

zo, ya que en el largo plazo el “valor real” prevalece. Según Krauss y Simoff (1999), los controles de capital son inútiles, lo único válido son las políticas económicas encaminadas a la estabilidad y el crecimiento.

En conclusión, se puede afirmar que a causa de la heterogeneidad de los fondos de inversión libre, tanto en sus estrategias, como en los instrumentos que utilizan, o en sus objetivos de inversión, es muy difícil extraer conclusiones definitivas sobre la relación entre los fondos de inversión libre y los mercados financieros. No obstante, no es posible probar que este tipo de vehículos de inversión supongan de forma agregada una amenaza para la estabilidad de los mercados. Muy al contrario, la operativa de los *hedge funds* puede suponer una mayor eficiencia para dichos mercados financieros.

No obstante, hay muchos autores que abogan por una mayor supervisión y control de los fondos de inversión libre, justificando esta necesidad por tres razones: protección al inversor, evitar el riesgo sisté-

mico y mantener la integridad del mercado. Estas dos últimas razones son las que más peso tienen, ya que, con respecto a la primera, ha de tenerse en cuenta que los inversores en fondos de inversión libre suelen ser clientes institucionales, los cuales se supone que conocen bien y previamente los riesgos intrínsecos de la inversión en este tipo de fondos.

Recientemente, el entorno regulatorio en muchos países de la OCDE está comenzando a cambiar para los fondos de inversión libre. Algunos países como España, Luxemburgo, Irlanda, Francia o Italia ya permiten instituciones de inversión colectiva que pueden utilizar técnicas de inversión similares a las de los *hedge funds*.

Los nuevos fondos de inversión libre, que previsiblemente se crearán dentro de países de la OCDE, y concretamente en Europa, van a suponer un gran cambio para el sector. Los nuevos *hedge funds* estarán más regulados que los situados en paraísos fiscales, pero mucho menos que los fondos tradicionales. ▀

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2006).** “Hedge funds: Evolución e implicaciones”, en *Boletín mensual del BCE*, enero 2006, Madrid.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) (2006).** Estudio sobre la industria de hedge funds, CNMV, Madrid.
- CZAPLA, Anthony V. (1997).** “The Use of Managed Futures in Emerging Markets”, en *The Handbook of Managed Futures. Performance, Evaluation, and Analysis*, editado por PETERS, Carl y WARWICK, Ben, Irwin, Chicago.
- DAHLQUIST, Magnus y ROBERTSSON, Göran (2001).** “Foreings´ Trading and Price Effect Across Firms”, en Duke University, septiembre 2001, Londres.
- EICHENGREEN, Barry y MATHIESON, Donald (1998):** “Hedge Funds and Financial Markets: Implications for Policy”, en *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, dirigido por EICHENGREEN, Barry y MATHIESON, Donald, Fondo Monetario Internacional (FMI), Washington.
- GARCÍA SANTOS, Mª Nieves (2005).** “Hedge funds y riesgo sistémico: una primera aproximación”, en *Estabilidad Financiera*, nº 9, noviembre 2005, Banco de España, Madrid.
- GOMEZ MONTEJO, Ignacio (2004).** “El futuro de los hedge funds”, en *Revista Bolsa de Madrid*, nº 136, noviembre 2004, Bolsa de Madrid, Oviedo.
- GOWAN, Peter (1999).** *La apuesta por la globalización*, Akal, Madrid, 2000.
- INEICHEN, Alexander M. (2000).** *In Search of Alpha. Investing in Hedge Funds*, UBS Warburg.
- (2003).** *Absolute Returns. The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, Wiley Finance.
- INEICHEN, Alexander M. y JOHANSEN, Jens (2002).** *Lemmings and Pioneers*, UBS Warburg.
- KIM, Woochan y WEI, Shang-Jin (1999).** “Offshore investment funds: Monsters in Emerging Markets?”, Nacional Bureau of Economic Research, Working paper 7133, mayo 1999.
- KODRES, Laura (1998):** “Effects of Hedge Fund´s Strategies on Price Dynamics”, en *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, dirigido por EICHENGREEN, Barry y MATHIESON, Donald, Fondo Monetario Internacional (FMI), Washington.
- KRAUSS, Melvyn y SIMOFF, Michael (1999):** “The Role of Hedge Funds in Global Capital Markets”, en *Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies*, dirigido por LAKE, Ronald A., Euromoney Books, Londres.
- LOWENSTEIN, Roger (2001).** *When Genius Failed. The Rise and Fall Of Long-Term Capital Management*, Fourth Estate, Londres.
- SEIDES, Ted (2002).** “A Matter of Trust: The Issue of Risk Transparency”, en *Hedge Fund Strategies. A global outlook*, editado por BRUCE, Brian R., Institutional Investor, Nueva York.
- SOROS, George (1998).** *La crisis del capitalismo global. La sociedad abierta en peligro*, Temas de Debate, Barcelona, 1999.