



Aún hay que salvar muchos obstáculos en el proceso de creación, calificación y regulación de estos instrumentos financieros. Cualquier camino que se tome debería fomentar la competencia

FONDOS DE FONDOS DE HEDGE FUNDS: RETOS PENDIENTES

Los fondos de fondos de Hedge Funds (HF^s) se perfilan como vía de acceso preferencial a HF^s para muchos inversores. Dichos vehículos suman valor al inversor seleccionando los mejores gestores de un vasto universo, realizando "due diligence" y monitorizando la inversión y el riesgo. La obtención de inversión para un nuevo fondo de fondos de HF^s se presenta como una tarea de alta dificultad. A pesar de tener posiciones en cartera de fondos que se encuentran fuertemente establecidos, los nuevos fondos de fondos no pueden usar dicha composición en la captación de inversiones iniciales dado que la composición de la cartera no puede ser revelada. En este artículo, versión abreviada del publicado por los mismos autores en el Journal of Derivatives and Hedge Funds, se repasan las claves de estos fondos, las dificultades que encuentran nuevos gestores de fondos de fondos en la captación de inversión inicial, los criterios utilizados por las agencias de calificación de riesgo para calificar fondos de fondos y los posibles efectos negativos y distorsiones que una posible regulación del sector por las autoridades del G8 puede acarrear.



JOAQUÍN LÓPEZ PASCUAL (1)
RAÚL DANIEL CULLAR (2)

Los fondos de fondos de HF^s se han convertido en los últimos tiempos en una de las formas preferidas de inversión, no sólo por parte de la inversión institucional sino también por parte de los inversores privados. Dada la regulación del sector, en ciertos países como España, dichos vehículos están destinados a constituirse como una vía principal de acceso para inversores en activos alternativos. Características tales como el bajo nivel de inversión inicial, la ausencia de restricciones temporales de salida ("lock-up times"), baja volatilidad así como rendimientos de doble dígito han contribuido a ganar la preferencia de los inver-

sores por este tipo de instrumentos, apoyándose también en la consideración por parte de los inversores de las ventajas que ofrece el mayor grado de transparencia, la calidad del "due diligence" y el permanente "monitoring" de la inversión asumida por los gestores de fondos de fondos.

Por dichos servicios, los fondos de fondos, perciben una comisión adicional a la comisión de gestión del propio fondo subyacente, así como una comisión sobre la rentabilidad de cada uno de los fondos subyacentes. Este sistema de comisiones dobles implica un proceso de transferencia patrimonial distorsiva entre el gestor del fondo de fondo y el inversor, consistente en el pago de comisiones de performance, aún cuando el fondo de fondos pierde dinero.

Los gestores de fondos de fondos deben seleccionar, de entre un universo de más de 9.000 fondos, una cartera de 10 a 30 fondos, monitorizarlos, rotar la cartera

y adoptar una posición estratégica sobre sectores que, de acuerdo al análisis, resulten con mayores expectativas de rendimientos, manteniendo en todo momento una clara visión del riesgo y logrando una cartera diversificada. Sin embargo, los rendimientos de los fondos de fondos suelen ser inferiores a los rendimientos de los fondos de un gestor simple, y como ha sido ampliamente demostrado por la investigación empírica (Brown, Goetzmann y Liang, 2003) se pierde rendimiento ("performance") debido a la estructura de multiplicación de las comisiones.

REGULAR Y CALIFICAR EL SECTOR HF^s: UNA TAREA MUY DIFÍCIL

El tema de la regulación y seguimiento de una figura emergente como los Hedge Funds ha tenido eco entre el grupo de países que conforma el G8. Entre las propues-

(1) Profesor Titular de Finanzas y Gestión Bancaria del Colegio Universitario de Estudios Financieros (CUNEF)

(2) Dr. C.C.Económicas y Empresariales. Socio en Nakatomi Capital Corp. Tokio, Japón



El aspecto más importante en el análisis de fondos de fondos consiste en la severidad de su sistema de control de riesgo operacional, la arquitectura de la cartera de fondos HF, así como la estrategia de rotación y transparencia de los fondos subyacentes por parte del gestor del fondo de fondos.

vel de control de riesgo de un gestor de fondo de fondos de HFs, es necesario saber qué nivel de transparencia dispone con respecto a los fondos subyacentes ya que, generalmente, a mayor opacidad menor severidad en el control del riesgo operacional y por tanto, menor competencia decisional de rotación en la cartera. En este contexto cabe aclarar también la importancia que tiene la habilidad del gestor de fondo de fondos en identificar nuevos "talentos emergentes" y de incluirlos en su cartera. Las agencias de rating, deberían, en nuestra opinión, incluir en su análisis la técnica de "style boxes" de Morningstar que ha servido a los inversores desde hace tiempo en la colocación de sus inversiones. Sin embargo, la simplicidad ofrecida por los gráficos de dicha técnica debe tomarse con la debida reserva, dado el grado de transparencia sobre la complejidad de los atributos estadísticos de los rendimientos de los fondos subyacentes. En ese sentido, entendemos que la metodología de VaR (Value at risk) es completamente impropia en el contexto de análisis de riesgo de hedge funds. Más bien deben tomarse en cuenta medidas que tengan en cuenta la presencia de colas anchas en los rendimientos.

Los efectos de distorsión que puede inducir la regulación sobre el sector hedge funds pueden ser de una magnitud relevante y afectar negativamente a los inversores que la propia legislación desea proteger.

tas barajadas se encuentra la de potenciar el papel de las agencias de rating, introduciendo el rating de fondos HF y fondos de fondos HFs. Algunas agencias han comenzado sus procesos de calificación de HFs centrándose en aspectos como su calidad operacional, analizando el back office administrativo, el seguimiento regulatorio, la comunicación de riesgo y su control, estructura legal y financiera y sus recursos humanos.

En el caso de los fondos de fondos, sin embargo, el análisis no considera la importancia que debe tener la función de monitorización de la inversión en los fondos subyacentes. Tampoco el análisis de las agencias concede la importancia que merecen las estrategias de rotación de carteras de fondos HFs y el realineamiento del perfil de riesgo. Un aspecto de máxima importancia que, a nuestro juicio, debería ser tenido en cuenta es la mecánica de identificación de desviación de estrategia (style drifting) por parte del gestor de fondos de fondos. La desviación de estrategia por parte de uno o

más fondos subyacentes en la cartera tiene una gran importancia, dado que expone al gestor de la cartera de fondos a riesgos que no están encuadrados en el perfil inicial y pueden ser el origen de un alto nivel de concentración de riesgo. En este contexto, el análisis estadístico puede ser el instrumento más idóneo para identificar una posible desviación de estrategia. El problema en el uso de análisis multiescala es el horizonte temporal, que en caso de ser muy largo, puede diluir los factores principales y si es demasiado corto puede no lograr capturar los factores subyacentes correspondientes a la estrategia de gestión.

CONTROL DEL RIESGO OPERACIONAL

Sin embargo, un factor poco considerado por los inversores en general es el proceso de control de riesgo operacional y la estrategia de rotación de la cartera, factores que deben considerarse como de importancia capital en el análisis de fondos de fondos de HFs. Para entender el ni-



Uno de los problemas principales en el sector HF es la estructura de las comisiones, que permiten a una organización con alto grado de intransparencia aplicar comisiones sin considerar el riesgo sino, tan sólo, los rendimientos. Este tipo de estructura que no penaliza el alto riesgo asumido por los gestores constituye un incentivo "de facto" a la excesiva toma de riesgo. Si el regulador exigiese un alto nivel de transparencia sobre las posiciones largas y cortas en cartera así como también las estrate-

gías de los HFs, el fondo, con toda probabilidad, estaría renunciando a sus ventajas competitivas y abriendo el camino a sus diferentes competidores. Al igual que en las estrategias de arbitraje nos encontramos ante la existencia de una gran cantidad de participantes tomando las mismas posiciones y eliminan las oportunidades del negocio. Finalmente, debe considerarse que se al introducirse un alto nivel de transparencia se provoca, automáticamente, un alto nivel de concentración en las posiciones

por parte de una gran parte de participantes lo que puede provocar un aumento del riesgo sistémico dado que muchos HFs, en la práctica, actúan como auténticos "trend followers".

CONCLUSIONES

Dadas las recientes crisis de varios HFs las autoridades se encuentran bajo presión para impulsar una regulación más omnicompreensiva de las actividades de los HFs. Algunas de las estrategias de

Variables claves en el análisis de HFs

ABC de Hedge funds y Fondos de Fondos de Hedge Funds

Los HFs toman posiciones sobre oportunidades de arbitraje en mercados financieros con diferentes estrategias e instrumentos que resultan de una distribución asimétrica de rendimientos con alta kurtosis y asimetrías (skewness) negativas, típico del uso de derivados y la inversión en instrumentos a veces menos líquidos. La importancia de la gestión de la cartera de fondos HF viene dada por la selección de gestores que permite una cartera diversificada. Sin embargo, conviene tener en cuenta que si bien el aumento de fondos en cartera resulta de la reducción del efecto de skewness negativo, un aumento significativo de gestores por estrategia reduce significativamente el coeficiente alfa (Lhabitant y De Pianté Vicin, 2004).

Otro aspecto de relevancia en el análisis de fondos de fondos es el nivel de liquidez ofrecido. Diversos estudios han demostrado que los fondos HF que imponen restricciones a los reembolsos, tienden en general a comportarse mejor que aquellos que ofrecen mayor liquidez (Baddepudi, 2007) y por ende, es importante que la liquidez ofrecida por el fondo de fondos esté en línea con la liquidez ofrecida por los fondos subyacentes.

En general, es posible inferir que la composición de la cartera de HFs y la estrategia de rotación son los factores clave en la gestión del fondo de fondos. Si bien en la mayoría de las veces estos últimos invierten en fondos subyacentes con gestores con larga experiencia, en el proceso de fundación, el gestor de fondo de fondos no suele exponer, previamente, todas sus posiciones y, por ello, la calidad de gestión viene valorada solo bajo la consideración de la corta historia ("track-record") del fondo de fondos. Los fondos de fondos también invierten en fondos subyacentes que no están abiertos a nuevos inversores, dada la relación privilegiada que el gestor tiene con los subyacentes. Dicha relación tiene en muchos casos sus orígenes en el papel de fondo de fondos, que también invierte en "talentos emergentes" cultivando relaciones de privilegio con futuros "gestores estrella". La presencia de "gestores estrellas" entre los fondos subyacentes debe también ser adecuadamente valora-

da a la hora de analizar el fondo de fondos, ya que dichos "gestores estrella" gozan de enorme prestigio debido a sus rendimientos pero en muchos casos no gracias a su eficiente control del riesgo.

LO QUE LOS INVERSORES TIENEN EN CUENTA

Los inversores que optan por un fondo de fondos de HFs para su cartera, tienen en cuenta, en general, factores como: el volumen patrimonial del fondo de fondos, volatilidad, proceso de asignación y colocación, nivel de liquidez, proceso de "due diligence", así como, el historial de rendimiento ("track record") o la experiencia de los gestores del fondo de fondos. Estas dos últimas condiciones son especialmente destacables, ya que, la investigación empírica (Gregoriou, 2003) considera que la media de esperanza de vida de un hedge fund es de 5.5 años. Por otra parte, Ineichen (2002) disputa la importancia de la experiencia profesional del gestor de HFs y Kat (2003) considera que la importancia asignada por inversores al "track-record" es absolutamente excesiva.

El volumen patrimonial gestionado por el fondo es también considerado como una garantía de que el fondo de fondos tiene una alta probabilidad de supervivencia. Esto último se debe a que existe la clara evidencia (Bacmann et. al, 2006) de que entre los fondos que han fracasado la mayoría gestionaban bajos volúmenes patrimoniales, convirtiéndose este en un buen indicador de confianza de gestión para inversores. Una mayoría de gestores emergentes logran atraer la inversión procedente de sus anteriores clientes, razón por la cual la cantidad de capital inicial gestionado por un gestor emergente puede constituir una base positiva de análisis, ya que la decisión de los inversores iniciales se basa en experiencia pre-existente y previa, de carácter relacional, con el gestor emergente. Por todo ello, consideramos como una buena práctica para nuevos planteamientos de futuro la obtención de capital inicial derivado de relaciones pre-existentes ya que el volumen de dichas inversiones puede animar, decisivamente, a otros inversores potenciales. ▀



HF's empleando instrumentos con un componente de alto apalancamiento e iliquidez han tenido un efecto devastador para el mercado y particularmente para los inversores. En este contexto, es importante que las autoridades mantengan una visión muy clara sobre la concentración de riesgo por parte de organizaciones con alto grado de apalancamiento y que éstas observen, severamente, la disciplina de mercado. El aspecto más importante en el análisis de fondos de fondos consiste en la severidad de su sistema de control de riesgo operacional, la arquitectura de la cartera de fondos HF's, así como la estrategia de rotación y transparencia de los fondos subyacentes por parte del gestor del fondo de fondos.

El desafío de conseguir inversión inicial para un fondo de fondos sólo puede ser superado con un capital inicial de sponsors de nivel significativo y preferentemente originado en relaciones pre-existentes. Un alto nivel de transparencia frente a los inversores potenciales puede crear situaciones de fricción ya que el sector financiero no goza de las mismas normas de protección de derecho intelectual que otros sectores tienen.

Un aspecto importante a tener en cuenta es la habilidad del gestor de fondo de fondos de acceder a fondos HF's que estén cerrados a nuevos inversores y de identificar a "talentos emergentes" e incluirlos en su cartera. Las relaciones contractuales que un fondo de fondos pueda tener con "gestores estrella" debe ser pormenorizadamente analizada determinando su grado de transparencia y



rapidez en su sistema de reembolsos establecido. La regulación del sector puede inducir distorsiones de mercado, aumentando las barreras de entrada en el sector disuadiendo a "talentos emergentes" a crear sus propias organizaciones y privando a los mercados de capitales de grandes proveedores de liquidez y de agentes más eficientes en el proceso de descubrimiento de precios de activos por parte de los inversores no fomentándose, de esta manera, la competencia en este sector.

Las agencias de calificaciones pueden jugar un papel importante en cuanto a la protección del inversor, sin embargo la metodología de dichas agencias debería tener en cuenta las particularidades en el análisis de riesgo de cada estrategia de HF's que puede diferir significativamente. También deben prestar especial atención a las estrategias de rotación de cartera, así como a un detallado análisis cualitativo de las relaciones contractuales de los fondos de fondos con los fondos subyacentes. ▀

BIBLIOGRAFÍA

- Brown, S.J., Goetzmann, W.N., y Liang, B. (2003) "Fees on Fees on Funds of Funds", NBER Working Paper No. 9464.
- Baddepudi, R. (2007) "Investing in Hedge Funds: A Long-term Proposition?", AIMA Journal, Spring 2007, a ser encontrado en: <http://www.aima.org/uploads/EurekaBaddepudi74.pdf>.
- Bacmann, J-F, Jeanneret, P. y Scholz, S. (2006) "Performance, size, and new opportunities in the funds of hedge funds industry", en G. Gregoriou, Ed. Funds of Hedge Funds, Performance, Assessment, Diversification, and Statistical Properties, Elsevier Finance.
- Ineichen, A. (2002) "Do Funds of Hedge Funds Managers Add Value?", Journal of Wealth Management, vol. 5 (1), pg. 8-25.
- Kat, H. (2003) "10 Things Investors Should Know About Hedge Funds", Cass Business School, City University, Alternative Investments Research Center, Working Paper 0015.
- Lhabitant, F.S. y De Pianté Vicin, M.L., (2004) "Finding the Sweet Spot of Hedge Fund Diversification", working paper, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, Nice, France.
- López Pascual J y Cuellar R., (2007) "The Challenges of Launching, rating and regulating funds of hedge funds", Journal of Derivatives & Hedge Funds, pg.247-262.
- Gregoriou, G. (2003) "The Mortality of Funds of Hedge Funds", Journal of Wealth Management, vol. 6 (1), pg. 42-53.