



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad de León

Grado en Economía

Curso 2011 / 2015

**HEDGE FUNDS: UNA ALTERNATIVA DE
INVERSIÓN.**
(HEDGE FUNDS: AN INVESTMENT
ALTERNATIVE)

Realizado por el alumno D. Cristian López López

Tutelado por la profesora D^a. María del Pilar Sierra Fernández

En León, a 8 de julio de 2015.

ÍNDICE:

1. RESUMEN.....	6
2. INTRODUCCIÓN.....	7
3. OBJETIVOS DEL TRABAJO.....	10
4. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA.....	11
5. ¿QUÉ ES UN HEDGE FUND O FONDO DE INVERSIÓN LIBRE?	12
5.1. ORIGEN.....	14
5.2. DEFINICIÓN.....	15
5.3. CARACTERÍSTICAS BÁSICAS.....	17
5.4. PARTICIPES DE LOS HEDGE FUNDS.....	22
5.5. PROFESIONALES QUE INTERVIENEN.....	24
5.6. DIFERENCIAS ENTRE HEDGE FUNDS Y FONDOS DE INVERSIÓN TRADICIONALES.....	27
5.7. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LOS HEDGE FUNDS.....	28
5.7.1. Ventajas:	28
5.7.2. Inconvenientes.....	31
5.8. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN.....	33
5.9. ¿CÓMO SE INVIERTE EN UN HEDGE FUND?	40
6. EL PAPEL DE LOS HEDGE FUNDS EN LAS CRISIS.....	42
6.1. LA ESTABILIDAD FINANCIERA COMO CONTRAPARTIDA.....	45
6.2. LA CRISIS SUBPRIME Y LOS HEDGE FUNDS.....	51
6.3. EL CASO LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT Y LOS HEDGE FUNDS.....	56
6.4. EL ESCÁNDALO MADOFF EN LA INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS. ..	59
7. HEGE FUNDS EN EUROPA VS ESTADOS UNIDOS.....	64
8. INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS EN ESPAÑA.....	68
8.1. PERFIL Y COMPORTAMIENTO DEL INVERSOR ESPAÑOL.....	70
8.2. EVOLUCIÓN DE HEDGE FUNDS Y FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA.....	74

8.3. EL ATRACTIVO FUNDAMENTAL DE LA INVERSIÓN EN HEDGE FUNDS: LA RENTABILIDAD.	81
8.4. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS HEDGE FUNDS EN ESPAÑA.	86
9. PERSPECTIVAS DE FUTURO DE LOS HEDGE FUNDS.	92
10. CONCLUSIONES.	95
11. BIBLIOGRAFÍA.	98
12. WEBGRAFÍA.	100

ÍNDICE DE FIGURAS:

Figura 1. Clasificación de Instituciones de Inversión Colectiva.	12
Figura 2. Instituciones de Inversión Colectiva en función de su inversión.	13
Figura 3. Características básicas de los Hedge Funds.	21
Figura 4. Profesionales que intervienen en un Hedge Fund.	25
Figura 5. Ventajas e inconvenientes de los Hedge Funds.	33
Figura 6. Estrategias Relative Value Arbitraje.	35
Figura 7. Estrategias Event-Driven.	36
Figura 8. Estrategias Opportunistic.	37
Figura 9. Preguntas básicas del inversor de Hedge Funds.	41
Figura 10. Pasos para un ataque especulativo.	43
Figura 11. Lecciones del caso LTCM para los Hedge Funds.	58
Figura 12. Aspectos clave del caso Madoff.	63

ÍNDICE DE TABLAS:

Tabla 1. Diferencias organizativas y de inversión entre Fondos de Inversión y Hedge Funds.	27
Tabla 2. Ranking mundial de Hedge Funds con estrategias.	39
Tabla 3. Los 20 Hedge Funds más rentables.	65
Tabla 4. Hedge Funds más grandes en 2014.	66
Tabla 5. Comparativa Fondos de Inversión- Hedge Funds, por patrimonio y partícipes	75

Tabla 6. Rentabilidad de Hedge Funds y Fondos de Inversión en España por trimestres, en porcentaje.....	82
Tabla 7. Rentabilidad media anual, IBEX-35/ Hedge Funds.	85
Tabla 8. Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (Hedge Funds) en España.....	88

ÍNDICE DE GRÁFICOS.

Gráfico 1. Hedge Funds por fuente de capital a nivel mundial.	23
Gráfico 2. Estrategias con mejor rendimiento.	38
Gráfico 3. Evolución de los activos de las familias españolas, en millones de euros. ...	71
Gráfico 4. Activos financieros de las familias españolas en porcentaje.....	72
Gráfico 5. Número de partícipes de Hedge Funds por trimestres.	76
Gráfico 6. Partícipes del total de Fondos de Inversión.....	77
Gráfico 7. Evolución del patrimonio de los fondos de inversión tradicionales en España en millones de euros.	78
Gráfico 8. Evolución del patrimonio de los Hedge Funds en millones de euros.	78
Gráfico 9. Evolución del número de Hedge Funds en España por trimestres.	79
Gráfico 10. Crecimiento del PIB español en volumen..	80
Gráfico 11. Rentabilidad de los Hedge Funds y los fondos de inversión en España por trimestres.	81
Gráfico 12. Rentabilidad de la deuda pública española.....	83
Gráfico 13. Comparativa de rentabilidad entre Deuda Pública, Fondos de Inversión y Hedge Funds.....	84
Gráfico 14. Comparativa de rentabilidad media anual entre IBEX-35 y Hedge Funds. .	85

1. RESUMEN.

El presente trabajo pretende analizar el comportamiento y la situación actual de los Hedge Funds como una inversión alternativa a las inversiones más tradicionales, a través de un estudio sobre su origen y su operatividad. De este modo se realizará una reflexión sobre su política de inversión, el tipo de gestión y sus partícipes. Así como un análisis de su conducta en relación con las crisis financieras y la estabilidad. Con un enfoque más detallado en el caso español, donde han sufrido un comportamiento y una evolución destacable. Realizando del mismo modo una comparativa con otros productos alternativos como los fondos de inversión tradicionales. Para poder atender a su situación actual y examinar brevemente las perspectivas de futuro de este tipo de inversión.

Palabras clave: Inversión Libre, crisis, estabilidad, estrategias, riesgo, rentabilidad, inversión.

ABSTRACT.

This paper aims to analyze the behavior and current situation of Hedge Funds as an alternative investment to the traditional investments, through a study of its origin and its operability. In this way a reflection on its investment policy, the type of management and its stakeholders will be held. As well an analysis of their conduct in case where they have undergone a remarkable evolution behavior and approach. Likewise making a comparison with other alternatives such as traditional investment funds. In order to meet its current situation and briefly review the prospects of such investment.

Keywords: Hedge Funds, crisis, stability, strategies, risk, profitability, investment.

2. INTRODUCCIÓN.

Los Hedge Funds son un tipo de inversión que goza de cierta peculiaridad, por ello este Trabajo de Fin de Grado está desarrollado con la finalidad de analizar este tipo de inversión alternativa poco conocida en nuestro país. Su denominación que proviene de su origen anglosajón, a pesar de que en nuestro país se les conoce como Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre o Fondos de Inversión Libre, aunque dicha denominación no esté tan extendida.

Tienen su origen en la zona anglosajona de la mano de Alfred Winslow Jones, pero en España no surge el primero hasta el año 2006, lo cual indica que se trata de un producto novedoso y de poco recorrido en nuestro país. Que sin embargo sí se encuentra más desarrollado en la zona anglosajona y en ciertos centros financieros mundiales.

Siguen una serie de estrategias de inversión muy complejas y diferentes a las del resto de fondos de inversión. Además, la regulación de este tipo de productos no se encuentra todavía completamente desarrollada a nivel mundial, estando caracterizados por una escasa regulación.

A pesar de ello y en una situación de crisis financiera, los Hedge Funds han sufrido un notable crecimiento desde el estallido de la crisis, tanto en lo que respecta al número de partícipes como en lo que respecta al volumen de capital. Es por ello, que los principales motivos para la elección de este tipo de inversión como temática para el Trabajo de Fin de Grado, sean su gran desarrollo y crecimiento pese a la situación de crisis vivida y su vinculación con la crisis en general. Además de tratarse de un tema de actualidad, que pese a ser desconocido por buena parte de los inversores, toma protagonismo en ciertas ocasiones en la prensa debido a su gran relevancia en los mercados financieros. Teniendo unas buenas perspectivas de futuro que constatan su notable desarrollo.

El análisis de algunos casos concretos a nivel mundial en los cuales han tomado protagonismo, permitirá observar los efectos económicos que derivan de este tipo de inversiones. Siendo también objeto de este trabajo, las principales estrategias de inversión de este tipo de fondos, para poder comprender su comportamiento.

En el primer apartado trataremos de contextualizar los Hedge Funds, a través de su origen. Para luego definir este tipo de fondos, algo que genera numerosas controversias, puesto que no existe consenso. Dentro de este apartado también se presentan las características que deberían ser fundamentales para realizar este análisis, a través de un compendio recopilado de varios autores.

Posteriormente, a fin de conocer quiénes son los sujetos que invierten en este tipo de productos, analizaremos los partícipes que forman parte de los mismos. Así como los profesionales que intervienen en el funcionamiento de este tipo de inversión. Presentando también algunas de las ventajas e inconvenientes. Para analizar de este modo las estrategias de inversión que siguen, las cuales son muy diferentes a las del resto de fondos de inversión. Lo cual se encuentra ligado a la forma en la que se pasa a invertir en este tipo de fondos, y que también se encuentra reflejado en este apartado.

El segundo apartado versa sobre el papel que ha tenido este tipo de fondos en las crisis financieras a nivel global. Analizando la estabilidad financiera como contrapartida, así como algunas de las medidas llevadas a cabo por las autoridades competentes, para tratar de mantener dicha estabilidad. Una vez hecho esto, procederemos a analizar algunos casos concretos en los cuales este tipo de fondos han tenido un protagonismo relevante. Pudiendo destacar el caso Long Term Capital Management y el escándalo Madoff, como dos ejemplos en los cuales se puede observar dicho comportamiento. Junto con el caso más reciente de la crisis subprime, en el cual de nuevo han vuelto a jugar un papel importante.

El tercer punto a destacar trata de comparar la situación de este tipo de fondos en Estados Unidos con Europa, los cuales son en cierta medida opuestos. Ya que en el caso de Estados Unidos juegan un papel muy importante, siendo destacables a nivel mundial, mientras que el caso europeo es insignificante en su conjunto, pudiendo destacar Londres como uno de los referentes europeos. Por ello sin este centro financiero de relevancia, el resto de países de Unión Europea carecen de significado en este ámbito.

El siguiente bloque es el de mayor relevancia, puesto que trata de analizar la situación de este tipo de fondos en España. Analizando a modo introductorio el perfil y el comportamiento del inversor español, el cual a pesar de carecer de relevancia en este tipo de fondos de manera directa, sí la tiene de forma indirecta. Seguidamente,

analizaremos la evolución de este tipo de fondos, comparándola con la de los fondos de inversión tradicionales. Siendo conveniente hacer mención en este punto a la rentabilidad, puesto que es uno de los atractivos a la hora de realizar cualquier tipo de inversión. Analizando finalmente la situación actual en España, observando el número de fondos de este tipo registrados y su situación concreta.

El último punto trata de hacer referencia de una forma breve a las perspectivas de futuro presentadas por diversos autores sobre este tipo de productos de inversión. Ya que como hemos mencionado con anterioridad, se trata de un producto que se prevé que evolucionará positivamente en el corto plazo. Debido en buena medida a la situación financiera global. Siendo por dicha razón recomendable su estudio a futuro.

3. OBJETIVOS DEL TRABAJO.

Este trabajo se puede resumir en cuatro objetivos de carácter general, que podría concretarse en ciertos objetivos secundarios. Comenzando por el análisis de este tipo de productos, para poder caracterizarlos y conocer su evolución y comportamiento. Teniendo como objetivo primordial el estudio de esta industria en España y su comportamiento, fundamentalmente a partir de la crisis financiera. Pudiendo resumirse estos objetivos en los siguientes puntos:

- Conocer los Fondos de Inversión Libre o Hedge Funds, para poder analizar posteriormente su evolución y comportamiento.
 - Analizar algunos casos concretos, en los cuales se les relaciona con impactos en los mercados financieros.
 - Conocer el impacto que tienen en lo referente a la estabilidad financiera.

- Caracterizar y establecer ventajas e inconvenientes de los Hedge Funds frente a otros productos de inversión colectiva.

- Conocer la evolución y el comportamiento de este tipo de fondos en España.
 - Evolución en cuanto al número de partícipes, fondos y patrimonio.
 - Compararla con el resto de productos alternativos y con un índice de referencia, en nuestro caso el IBEX-35.

- Conocer la situación actual de los fondos de inversión libre en España.
 - Analizar cuáles son los distintos fondos de inversión libre, entidades gestoras y depositarias.

4. DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA UTILIZADA.

➤ **Fuentes de información:**

La información utilizada es de carácter secundario, tanto cualitativa como cuantitativa. Por un lado se encuentra la información publicada por los organismos encargados de la supervisión y el control de este tipo de fondos. Así como las páginas web especializadas en fondos e instituciones de inversión. Por otro lado, información procedente de manuales académicos, monografías y estudios, tanto del ámbito nacional como internacional.

➤ **Metodología empleada:**

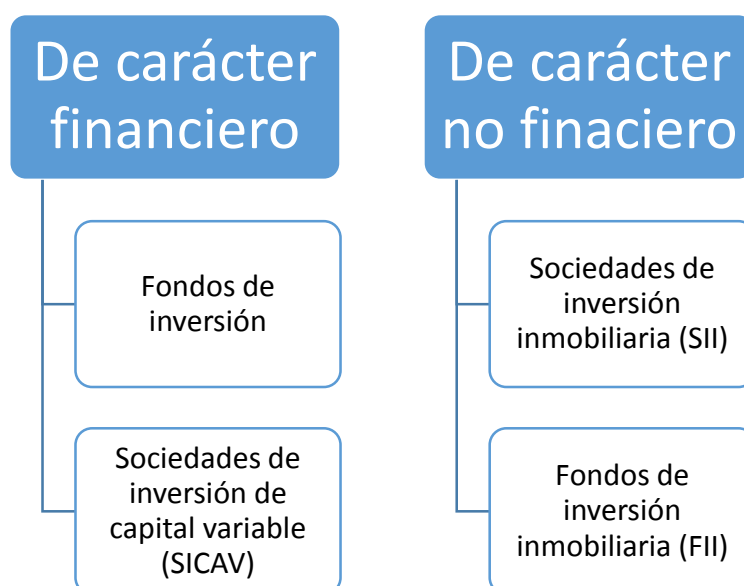
La metodología empleada fundamentalmente ha sido descriptiva y exploratoria. Buscando información desde un punto de vista teórico de estudios empíricos realizados sobre este tipo de fondos. Y por otro lado, recogiendo datos de las principales fuentes de información en este campo, para poder cubrir las necesidades del estudio, mediante la elaboración de tablas y gráficas a modo de apoyo para la realización del análisis. Procediendo a la explicación de los datos obtenidos, para poder alcanzar las conclusiones finales. Pudiendo de este modo emplear algunas comparativas entre alternativas para tratar de estudiar el comportamiento de este tipo de productos.

5. ¿QUÉ ES UN HEDGE FUND O FONDO DE INVERSIÓN LIBRE?

Los Hedge Funds son considerados por la CNMV como un tipo de Instituciones de Inversión Colectiva y según el BOE (2003), “*son Instituciones de Inversión Colectiva aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos*”.

Dentro de las Instituciones de Inversión Colectiva existen varias modalidades en función del carácter de las mismas, pudiendo destacar entre Instituciones de Inversión colectiva de carácter financiero, las cuales operan en los mercados financieros, o de carácter no financiero, las cuales emplean otros vehículos de inversión alternativos a los mercados financieros.

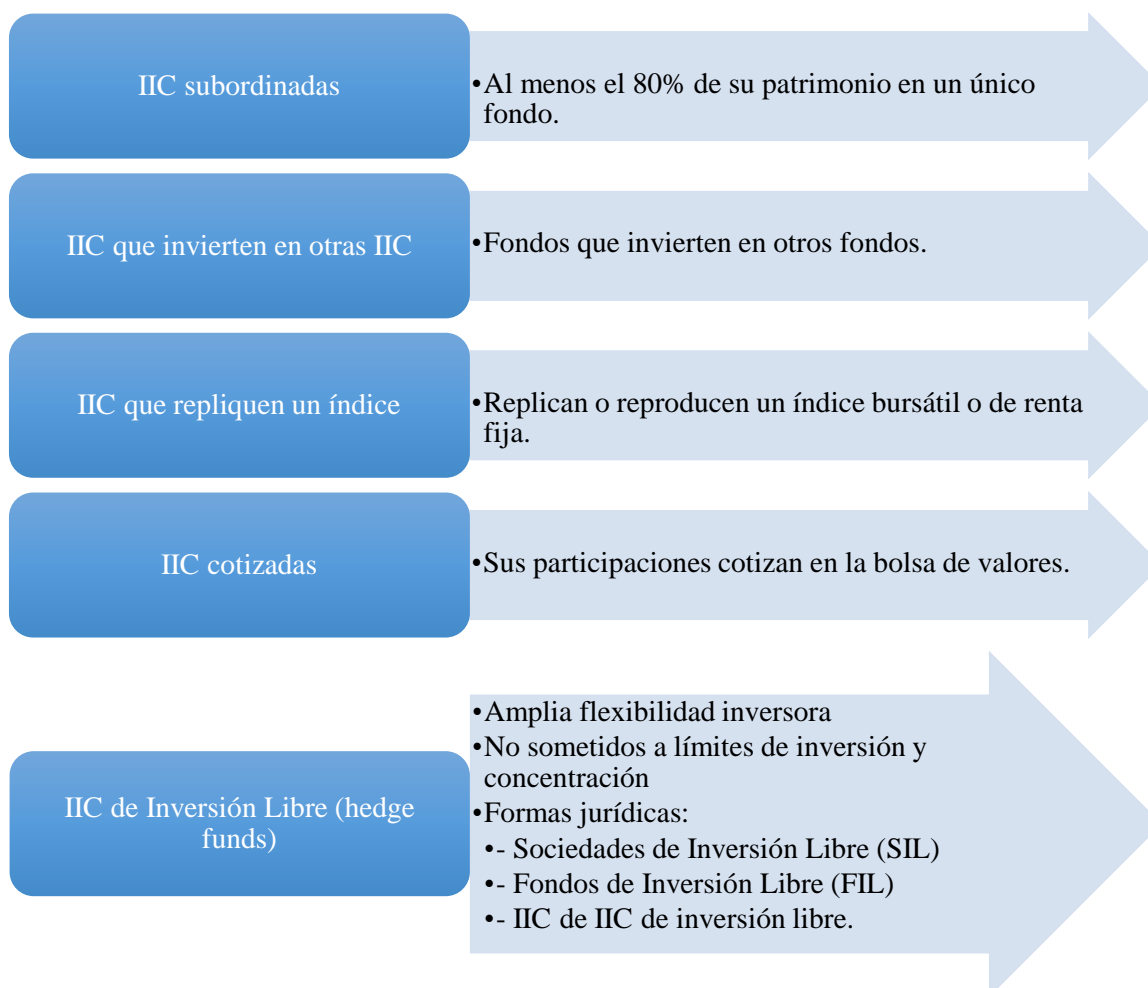
Figura 1. Clasificación de Instituciones de Inversión Colectiva.



Fuente: Elaboración propia.

Además de esta clasificación, las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero se pueden clasificar en función del tipo de inversión que realicen.

Figura 2. Instituciones de Inversión Colectiva en función de su inversión.



Fuente: Elaboración propia.

A partir de la siguiente ilustración podemos observar las características de las Instituciones de Inversión Colectiva en función de la inversión que realizan. Pudiendo clasificarse en función de si invierten mayoritariamente en un único fondo o por el contrario si se trata de fondos cuyo cometido es invertir en otros fondos. También pueden replicar algún índice bursátil o que sean sus propias participaciones las que cotizan en el mercado bursátil.

Sin embargo, nuestro objeto de estudio abarca un ámbito de inversión más amplio, debido a esa característica de flexibilidad y a la ausencia de límites en cuanto a la inversión a realizar, propio de las Instituciones de Inversión Libre, más conocidas como Hedge Funds por su origen anglosajón. De este modo, en los siguientes apartados se tratará de explicar dichas características de suma relevancia, así como otro conglomerado exclusivo también de este tipo de inversiones.

5.1. ORIGEN.

“El origen de este tipo de fondos se sitúa en EE.UU en el año 1949 cuando Alfred Winslow Jones, doctor en sociología, crea el primer fondo a partir de fondos ajenos por un valor de 60.000 dólares y de fondos propios por un valor de 40.000 dólares. De esta forma es como nace el primer hedge fund” (Lhabitant, 2006).

Según Noguera (2008), Winslow Jones empezó combinando dos técnicas inversoras que, por separado, podrían considerarse arriesgadas, pero que combinadas, y según defendía el mismo Jones, permitirían reducir el riesgo de la cartera y maximizar su rentabilidad. *“Por un lado, ventas al descubierto –pedir prestado un título, venderlo y recomprarlo más tarde, a un precio que se anticipa menor, para devolverlo a su propietario al vencer el préstamo- y, por otro, apalancamiento –emplear fondos prestados en las inversiones-”* (Noguera, 2008).

Esas dos técnicas generan básicamente dos tipos de riesgo, como indica el propio Noguera (2008). Por un lado se encuentra el riesgo específico, o riesgo que surge de la selección particular de valores y por otro lado el propio riesgo del mercado, riesgo que puede ser debido a una caída general del mercado. De este modo, el objetivo del propio Jones, como indica este autor, era el de separar ambos riesgos, reduciendo el riesgo de mercado mediante ventas al descubierto y recurrir al apalancamiento para ampliar los retornos. En la práctica, compraba títulos que consideraba infravalorados (posición larga) y vendía al descubierto valores que consideraba sobrevalorados (posición corta), de modo que el fondo se consideraba cubierto o, en su término en inglés “hedged”: en caso de subir el mercado, sus posiciones largas subirían y se incurriría en pérdidas en las ventas al

descubierto; si el mercado bajaba, sus ventas al descubierto compensarían el menor valor de las posiciones largas. Y de aquí el término “hedge funds” (Noguer, 2008).

5.2. DEFINICIÓN.

En primer lugar, cabe destacar que no existe consenso a la hora de definir este tipo de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre, puesto que se trata de un concepto muy amplio y que ha sido objeto de controversia entre los diferentes autores que han realizado estudios sobre este tipo de vehículos de inversión. Por ello, es necesario hacer referencia a algunas de las definiciones de mayor relevancia, existiendo un amplio consenso tanto entre estos autores como entre las autoridades destinadas a la supervisión y el control a nivel mundial, de que no existe una única definición posible dadas las amplias características de las mismas.

- La CNMV (artículo 43 RIIC), caracteriza a este tipo de instituciones de inversión colectiva por su gestión amplia de carteras, donde es habitual el uso de derivados sin restricciones, la venta de instrumentos financieros no presentes en cartera y el apalancamiento de esta. Lo cual las diferencia notablemente de la gestión de fondos o sociedades de inversión convencionales. Por esta misma cuestión considera que estas instituciones están condicionadas para conseguir rendimientos positivos con independencia de la evolución de los mercados, lo cual añade el nivel de riesgo de las mismas. Esto hace que este tipo de inversiones sean idóneas para inversores con un grado de cualificación, ya sea directa u obtenida indirectamente, que les permita valorar este tipo de productos de forma adecuada.
- Según Crerend (1995), los Hedge Funds son sociedades privadas con un reducido número de partícipes dentro de las cuales el propio gestor tiene una significativa participación personal en el capital social. El gestor de este tipo de fondos es libre de operar en una amplia variedad de mercados sin ningún tipo de restricción y puede emplear estrategias de mercado-neutrales mediante el uso del apalancamiento en diferentes grados.

- Otros autores hacen referencia a una traducción literal de Hedge Fund a fondo de cobertura. De este modo autores como Vilariño (2000), consideran que se trata de un vehículo de un conjunto de inversiones, gestionadas y administradas por una organización privada. Dicha organización privada está formada por gestores e inversores profesionales de alto prestigio dentro de los medios financieros.+

- “*Hedge Fund es en general un término no legal que fue originalmente utilizado para describir a un tipo de instituciones privadas y no registradas que empleaban sofisticadas técnicas de arbitraje y cobertura para negociar en el mercado de capitales*” (Securities and Exchange Commission, 2002).

- La noción de los Fondos de Inversión Alternativa en la Europa Comunitaria es extremadamente amplia por cuanto viene determinada por tres principios resumidos en el documento de indiferencia de Sánchez-Calero y Tapia Hermida (2013) que informan la Directiva 2011/61/UE¹:
 - *Indiferencia objetiva, por cuanto esta Directiva cubre una amplia variedad de fondos de inversión alternativa que va desde los fondos que invierten en acciones hasta los que invierten en activos ilíquidos, tales como los inmuebles, las infraestructuras o diferentes tipos de bienes como el vino el arte...*

 - *Indiferencia geográfica, en el sentido de que la consciencia del carácter global de la operativa de estos fondos lleva a abarcar tanto a los comunitarios como a los extracomunitarios, con tal de que estos últimos tengan una conexión.*

 - *Indiferencia jurídica que afecta a la inversión alternativa con independencia de cuál sea su estructura jurídica. Por ello la*

¹ Diario Oficial de la Unión Europea. (8 de Junio de 2011). DIRECTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO.

denominación de Fondo de Inversión Alternativa es un “falso amigo” en términos estrictamente jurídicos porque no se prejuzga su naturaleza jurídica de fondo o sociedad. Siendo necesario prestar especial atención al capítulo de exclusiones totales y exenciones parciales para poder entender su estructura jurídica de forma completa.

A partir de las siguientes definiciones, podemos observar como todas ellas coinciden en la gran importancia que se le atribuye al gestor de este tipo de fondos de inversión, ya que debido al mayor abanico de posibilidades a la hora de llevar a cabo una inversión y a la mayor responsabilidad en la gestión, se precisan gestores con unos conocimientos más elevados. También hacen hincapié en el prestigio de los mismos, lo cual puede generar una mayor confianza hacia los inversores y una mayor fiabilidad en lo que a rentabilidad respecta, debido a su historial en la gestión de inversiones. Haciendo también referencia estos autores al uso de técnicas de inversión sofisticadas que abarcan toda clase de activos, las cuales analizaremos con detalle a continuación. Analizando brevemente también su localización geográfica por tanto que es objetivo de numerosas controversias legislativas.

5.3. CARACTERÍSTICAS BÁSICAS.

Al igual que ocurre en el apartado anterior, las características de este tipo de fondos debido a su complejidad son muy diversas, por lo cual, la mayor parte de los autores presenta las que a su juicio adquieren una mayor relevancia. Siendo necesario presentar algunas de ellas para poder analizar este tipo de vehículos de inversión de la forma más fehaciente posible. Por ello, podemos clasificar las siguientes como características básicas sobre las cuales existe cierto consenso.

Riesgo: tomando como referencia a la CNMV (2015) por su gran relevancia en el caso español, esta entidad, indica que aunque este tipo de fondos pueden presentar características muy diversas como: la total libertad para elegir las inversiones, la menor liquidez y transparencia y la posibilidad de apalancamiento. Lo más destacable sería una implicación de riesgo superior al de otros productos de inversión colectiva. De este modo, los inversores deberán dejar constancia por escrito de que conocen los riesgos asociados al producto. Esto se debe al papel de control que desempeña la CNMV en nuestro país,

siendo necesario advertir este riesgo al que se enfrentan los partícipes de este tipo de productos financieros.

.Gestión activa: son muchos los autores que consideran esta característica como fundamental, considerando que las gestoras asumen una mayor participación, pudiendo destacar a Pérez Fructuoso (2006), Lhabitant (2006) y a la CNMV, por ser referente en el caso español.

.Falta de transparencia: autores como Pérez Fructuoso (2006) y la CNMV, indican la falta de información y la ausencia de legislación que regule la información de este tipo de fondos, como una de las características de carácter negativo de este tipo de fondos.

.Máxima flexibilidad: es una de las características básicas que emplean los autores de este tipo de fondos para definirlos. Puesto que existe plena libertad para invertir en todo tipo de productos y mercados, pudiendo también emplear el apalancamiento.

.Escasa liquidez: la ausencia de obligación de mantenimiento de un determinado porcentaje de liquidez, hace que autores como Pérez Fructuoso (2006) y Lhabitant (2006), indiquen que este tipo de fondos tienen una liquidez muy inferior a la del resto de fondos de inversión.

.Elevada inversión mínima necesaria: la inversión mínima necesaria para este tipo de fondos según la CNMV es de 50.000 euros en nuestro país. Sin embargo, a pesar de esta elevada cuantía, autores como Pérez Fructuoso (2006), mencionan que en el caso de Estados Unidos, este tipo de inversión es aún muy superior, como podremos observar a continuación.

.Los gestores son socios: Lhabitant (2006) hace especial hincapié a la característica especial de que sus propios gestores son también partícipes de este tipo de fondos. Lo cual puede generar mayor confianza puesto que su capital se encuentra directamente relacionado con su actividad gestora. En línea con lo citado en el apartado anterior, atribuye mayores competencias al gestor, adquiriendo este un mayor protagonismo.

.Comisiones superiores: en este punto Lhabitant (2006) hace referencia al cobro de honorarios e incentivos por parte de los gestores. Lo cual incrementa las comisiones de este tipo de fondos con respecto a los fondos de carácter tradicional.

.Tamaño: a diferencia de los fondos de inversión tradicionales, los cuales no tienen ningún tipo de limitación en cuanto a su tamaño, este tipo de fondos se encuentra limitado. Además, autores como Lhabitant (2006), destacan que no es recomendable que este tipo de fondos adquieran un elevado volumen, puesto que debido a su política de inversión y a sus estrategias, es difícil operar con un volumen de capital demasiado elevado. Siendo más importante la figura del gestor del fondo y su política de inversión, en detrimento del tamaño. Pudiendo observarse que un mayor volumen de capital y por consecuencia un mayor tamaño del fondo, no es sinónimo de una mayor rentabilidad. Puesto que como bien refleja este autor, en este tipo de fondos no funcionan las economías de escala.

.Inversores específicos: este tipo de productos se encuentra destinado a un tipo de inversores, denominados partícipes, determinados. Puesto que es necesaria una inversión mínima y unos conocimientos para abordar este tipo de productos, siendo este aspecto uno de los que destaca Lhabitant (2006) y que abordaremos con más detalle a continuación.

.Domicilio: en lo que respecta al domicilio de este tipo de fondos la cuestión es un tanto peculiar, como indican López de Prado e Illera (2004), ningún país del mundo autoriza su existencia explícitamente. Sin embargo algunos los toleran implícitamente, como es el caso de Estados Unidos, Irlanda, Suiza, Luxemburgo y los centros offshore² del Caribe. Excepto estos países, por lo general, el resto constituyen Hedge Funds fuera de sus fronteras y al amparo de otra legislación. En contraste, casi todos los países permiten la comercialización dentro de sus fronteras.

.Regulación: existe consenso en la importancia de la regulación y de la carga fiscal, como factores que determinan la localización de los fondos. En cuanto a la

² Los centros offshore proveen seguridad política, neutralidad fiscal y total permisividad en el uso de derivados, en la venta a corto y apalancamiento. Existen unos treinta centros offshore importantes en todo el mundo. Cabe destacar: Bermudas, Islas Vírgenes Británicas, Gran Cayman, Las Bahamas y las Antillas Holandesas como los principales domicilios de Hedge Funds.

regulación, la industria valora positivamente la existencia de flexibilidad en la política de inversión y en el uso de estrategias, así como la rapidez de los procesos administrativos. El grueso de la industria aboga por una regulación de nivel moderado y ágil. Además, se valora positivamente la proactividad por parte de los organismos supervisores y reguladores con el objetivo de atraer la industria hacia la respectiva jurisdicción. Reconociéndose también que empieza a existir una connotación cada vez más positiva en la regulación, puesto que se percibe como un sello de garantía del producto. De hecho, en ningún caso se han observado reticencias por parte de las entidades a ser reguladas, sino que las reservas se han centrado, en la mayor parte de los casos, en la necesidad de mantener la flexibilidad en las políticas de inversión (CNMV, 2006). Sin embargo, no debemos confundir la flexibilidad regulatoria con la desregulación y la liberalización de los mercados, pues esto puede traer consigo consecuencias nocivas.

Pese a que estos dos últimos puntos son de suma importancia, algunos autores no los destacan en sus estudios. Sin embargo, en un tipo de fondos que la propia CNMV califica como de “elevado riesgo”, es necesario hacer un análisis especial en lo que a regulación se refiere. Puesto que la presencia de cierta desregulación es uno de los factores que incrementa el riesgo de este tipo de activos, junto con su localización en las zonas offshore. Existiendo cierto consenso en la necesidad de que esta se vea incrementada, con la finalidad de facilitar un mayor control que evite la inestabilidad financiera.

De este modo podemos observar el siguiente cuadro resumen con las características especificadas anteriormente. Las cuáles deberían considerarse como principales todas ellas a la hora de analizar los Hedge Funds. Puesto que a pesar de que algunos autores no las consideran importantes todas ellas, ha de ser necesario no pasar ninguna de ellas por alto, dada la complejidad de este tipo de productos. Ya que además, tanto en España como en el mundo en general, suelen ser comunes, debido a su operatividad internacional.

Figura 3. Características básicas de los Hedge Funds.

Gestión activa
<ul style="list-style-type: none">• Las gestoras asumen mayor recogida de información.• Mayor acceso y mejor análisis de oportunidades.• Mejor estructura de la cartera
Falta de transparencia
<ul style="list-style-type: none">• Ofertas de participación privadas.• Los administradores no tienen obligación de publicar cuentas.• Complejidad para determinar el tamaño de la industria• Se duda de la fiabilidad de los datos.
Máxima flexibilidad.
<ul style="list-style-type: none">• Libertad para decidir el instrumento y el mercado en el que invertir• Invierten al contado y en productos derivados.• Se puede emplear el apalancamiento y las ventas a corto sin limitaciones• Diversificación, da lugar a una baja correlación con el mercado de acciones.
Rendimiento absoluto
<ul style="list-style-type: none">• Su objetivo es obtener un riesgo ajustado a un rendimiento absoluto prefijado.• Este objetivo explica la baja correlación con el rendimiento del resto de activos financieros.
Elevada inversión mínima
<ul style="list-style-type: none">• Los requerimientos de inversión inicial son muy elevados.• En EEUU un millón de dólares.• En España más de 50.000 euros.
Menor liquidez
<ul style="list-style-type: none">• Menos líquidos que los fondos de inversión tradicionales.• Permiten rescates con periodicidad, mensual, trimestral, etc.• Estrategias de inversión a largo plazo que restringen la liquidez.• No obligación de un coeficiente de liquidez.• Usan mecanismos de contención del capital: prohibición de rescates y cargos por retiradas para afrontar fugas parciales
Comisiones
<ul style="list-style-type: none">• Superiores por la aplicación de honorarios de gestión e incentivos.
Los gestores son socios
<ul style="list-style-type: none">• Comparten aspectos positivos y negativos con los inversores por tener interés personal.
Hedge Funds no se pueden escalar
<ul style="list-style-type: none">• Tienen capacidad limitada de absorber grandes sumas de activos, siendo preferible limitar el volumen de activo.
Inversores específicos
<ul style="list-style-type: none">• Buscan inversores con ciertas características (grandes patrimonios, inversores sofisticados...)
Domicilio
<ul style="list-style-type: none">• Ningún país autoriza su presencia aunque algunos los toleran implícitamente.
Regulación
<ul style="list-style-type: none">• Limitada y confusa, aunque se está viendo incrementada.• Flexibilidad en política de inversión y uso de estrategias.

Fuente: Elaboración propia.

5.4. PARTICIPES DE LOS HEDGE FUNDS.

Debido a las características especiales de los individuos que invierten en este tipo de fondos, es necesario analizar el perfil de los mismos, puesto que es una de las principales características de este tipo de fondos que los diferencia de los fondos de inversión tradicionales.

Los Hedge Funds buscan inversores específicos, ya que se centran en personas con mucho patrimonio e inversores institucionales, por las siguientes razones:

- Los límites legales en cuanto al número de socios está estructurado como una sociedad limitada, lo que implica una fuerte inversión mínima por cada inversor (entre 100.000 y un millón de dólares o 50.000 € en el caso español), para asegurarse que el fondo tenga capital suficiente para operar adecuadamente.
- Su complejidad y la falta de comprensión de sus estrategias entre pequeños inversores.
- Otras razones reguladoras que requieren el acceso a inversores sofisticados.

“Es necesario mencionar que para recibir información de este tipo de fondos o poder invertir, el inversor debe ser considerado un “inversor cualificado”, es decir, tener un nivel de conocimiento financiero sofisticado y detallado. Un inversor es considerado cualificado por los asesores legales del fondo sobre la base de los requisitos establecidos por la FSA³ o la SEC⁴, organismos reguladores. En el folleto de cada fondo se explica con detalle” (Lacalle, 2013).

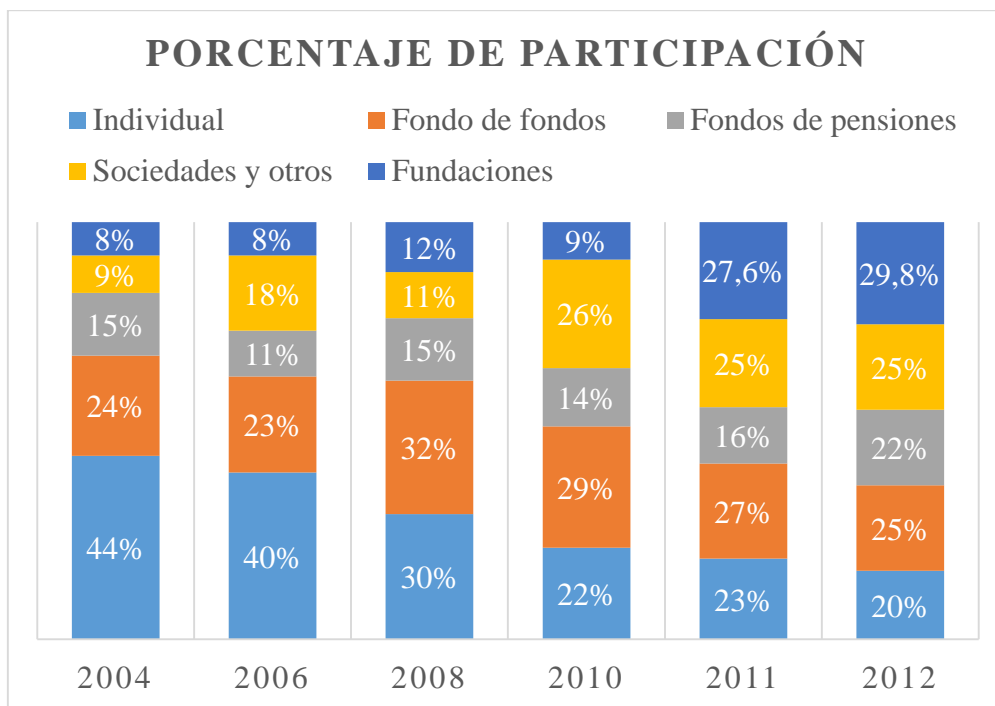
³ La ‘Financial Services Authority’ (FSA), es la autoridad que regula los servicios financieros en el Reino Unido. Está estructurada como una sociedad limitada por garantía, perteneciente al gobierno, pero actúa independientemente del gobierno y se financia a través de las compañías que regula (Mueller, 2013).

⁴ La función principal de la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) es proteger a los inversionistas y mantener la integridad de los mercados de valores. Debido a que un número siempre creciente de nuevos inversionistas está acudiendo a los mercados para asegurar su futuro, pagar por sus viviendas, y garantizar una buena educación para sus hijos, estas metas son más interesantes que nunca (U.S. Securities and Exchange Commission, 2001).

A esta explicación Lhabitant (2006) añade que los inversores del ámbito privado con un gran volumen de patrimonio, situando esta cifra en la mayoría de los casos por encima de los cinco millones de euros, están dispuestos a comprometerse a largo plazo. Soportando riesgos importantes a cambio de rentabilidades elevadas y con un nivel de patrimonio suficiente como para invertir directamente en un fondo como socios, siendo este el principal objetivo de este tipo de fondos. Los requisitos de inversión más bajos y los productos de capital garantizado, también son según este autor, una causa del aumento del interés por este tipo de fondos por parte de los inversores individuales.

Sin embargo, en lo que respecta a la evolución del perfil del inversor, antes de 1990, los inversores de este tipo de fondos eran mayoritariamente particulares con patrimonios multimillonarios. Pero a medida que ha llegado una información mayor acerca de la naturaleza del negocio, de sus estrategias y del perfil de beneficio ajustado al riesgo, las instituciones han pasado a ser los mayores inversores pese a ese aumento mencionado por parte de los inversores individuales, el cual no ha sido capaz de incrementarse tanto como lo han hecho este tipo de instituciones. Pudiendo observarse a partir del siguiente gráfico una alteración en lo que respecta al porcentaje de participación en este tipo de fondos.

Gráfico 1. Hedge Funds por fuente de capital a nivel mundial.



Fuente: Elaboración propia a partir de The City Uk.

Podemos observar como con el paso del tiempo el perfil del inversor ha ido cambiando, pero además de ello, existen notables diferencias en parte debido a la legislación presente en cada país y a la cultura financiera de sus habitantes. De este modo, son cada vez más las grandes corporaciones y los fondos de pensiones los protagonistas de este tipo de activos en detrimento de los inversores individuales.

5.5. PROFESIONALES QUE INTERVIENEN.

Los profesionales que se encargan de la gestión y el funcionamiento de este tipo de fondos que se pueden resumir según Pérez Fructuoso (2006) y Lhabitant (2006), en el siguiente cuadro, puesto que la mayoría de autores en este campo, al contrario que ocurría con las características básicas, sí que suelen coincidir en lo que respecta a los profesionales que operan en este tipo de fondos. Esto es debido a que se encuentra más definido dentro de las políticas de inversión de cada fondo, los cargos existentes, así como la labor que desempeñan dentro del fondo.

Figura 4. Profesionales que intervienen en un Hedge Fund.

Asesor de inversiones	<ul style="list-style-type: none">• Persona física o jurídica que patrocina el fondo.• Responsable de la cartera de inversiones y la toma de decisiones.• Conexión con el corredor de bolsa.
Corredor de bolsa y/o custodio de valores (Prime Broker)	<ul style="list-style-type: none">• Responsable de la realización de las operaciones.• Si no existe la figura del custodio, también cuida los valores del hedge fund.• En caso de estar separadas ambas funciones, trabajan conjuntamente.
Asesor legal	<ul style="list-style-type: none">• Forma el fondo de cobertura y prepara la documentación.• Presta servicios de asesoramiento legal, elaboración de informes , mantenimiento documental...
Auditor independiente	<ul style="list-style-type: none">• Asesora en temas contables e impositivos y colabora con el cumplimiento de los requisitos legales para el inicio del fondo.
Administrador	<ul style="list-style-type: none">• Coordina el resto de partes que intervienen en el fondo.• Provee servicios profesionales como la valoración de activos y su contabilización, servicios de inversión...
Consejo de administración	<ul style="list-style-type: none">• En sentido más amplio, además de las tareas del administrador, vigila cuestiones en las que los intereses del fondo y los accionistas difieren con los del asesor o empresa gestora.
Gestor o empresa gestora	<ul style="list-style-type: none">• Determina la estrategia de inversión y toma las decisiones.• Cubre sus gastos de explotación con comisiones basadas en el activo.
Intermediarios principales	<ul style="list-style-type: none">• Su función va más allá de los servicios administrativos.• Algunas de sus principales actividades son: compensar las operaciones, actuar como custodio global, financiar márgenes y conceder préstamos sobre valores.

Fuente: Elaboración propia.

Podemos observar a partir del siguiente gráfico las principales características a las que hemos hecho referencia en este punto, observando que existen ocho o nueve tipos de profesionales que dependiendo del fondo suelen estar presentes. Siendo estos el asesor de inversiones que patrocina el fondo y es responsable de la cartera. El corredor de bolsa y/o el custodio, que realiza las operaciones y se pueden dividir en estos dos o estar presente solamente uno de ellos. El asesor legal, encargado de formar el fondo de cobertura así como de preparar la documentación y prestar otra serie de servicios, entre los que se puede destacar el de asesoramiento. El auditor independiente, cuyo cometido principal es el de colaborar con el cumplimiento de los requisitos legales del fondo. El administrador, que coordina al resto de partes que intervienen en el fondo, además de proveer servicios profesionales. Por otro lado está presente el consejo de administración, el cual es un órgano de carácter más amplio que el anterior. El encargado o encargados de determinar las estrategias y tomar las decisiones, parte que le corresponde al gestor o empresa gestora. Y por último, los intermediarios principales, los cuales tienen funciones más allá de los simples servicios de administración. Entre las que se pueden destacar la actuación como custodio, financiador e incluso en ocasiones se encargan de la compensación de las operaciones.

Si bien es cierto que no todos son imprescindibles y por ello algunos fondos de este tipo carecen de alguna de las figuras. Como es el caso del custodio, figura que no está presente en todos ellos, siendo responsable del “cuidado” de los valores el corredor de bolsa en ausencia de esta figura. De este modo, es necesario destacar que no todas estas figuras son de carácter individual, ya que muchas de ellas están compuestas por un equipo de profesionales expertos. Siendo este el caso del consejo de administración en los casos en los que no esté presente un único administrador en el fondo, lo cual suele ser bastante habitual debido al volumen de capital gestionado. Lo mismo ocurre con la gestión de este tipo de fondos, la cual suele correr a cargo de una empresa gestora, como es el caso de todos los fondos de inversión libre presentes en nuestro país.

5.6. DIFERENCIAS ENTRE HEDGE FUNDS Y FONDOS DE INVERSIÓN TRADICIONALES.

En el caso de realizar una comparativa entre la inversión tradicional y la inversión libre, podemos establecer unas notables diferencias a partir de las características citadas anteriormente. Siendo útil dicha comparativa para poder comprender con mayor facilidad algunas de las ventajas e inconvenientes de este tipo de activos con respecto a los fondos de inversión tradicionales, que abordaremos en el siguiente apartado de forma pormenorizada.

Las diferencias principales entre ambos vienen por un lado en cuanto a su estructura organizativa y por otro lado en lo que respecta a los tipos de inversiones que realizan. Puesto que en el caso de los fondos de inversión tradicional, el ámbito de inversión se encuentra limitado exclusivamente a los mercados financieros. La estructura organizativa difiere debido a la composición de profesionales que forman parte de ambos.

Tabla 1. Diferencias organizativas y de inversión entre Fondos de Inversión y Hedge Funds.		
	Fondos de Inversión	Hedge Funds
Regulación	Elevada	Casi nula
Información	Obligatoria y frecuente, diaria, trimestral y anual	Opcional y poco frecuente
Liquidez	Diaria	Trimestral o semestral
Partícipes	Ilimitado	Limitado
Registro	Obligado	Opcional
Inversión mínima	Relativamente baja	Alta
Inversión por parte gestor	No	Sí
Comisiones	Limitadas por ley. No suelen ser superiores al 9%	Elevadas y no limitadas, mayores del 15%
Objetivo inversión	Batir un determinado índice	Obtener rentabilidades positivas
Correlación con el mercado	Elevada	Baja
Apalancamiento	No permitido	Permitido, aunque suele situarse entre 5-20 veces
Gestión del riesgo	Mayor en los Hedge Funds.	
Riesgo total	Menor en Hedge Funds, aunque el riesgo real mayor por apalancamiento.	

Fuente: Elaboración propia.

Además de las diferencias organizativas presentes entre los dos tipos de inversiones, también existen diferencias en las políticas de inversión llevadas a cabo como hemos mencionado anteriormente, puesto que los objetivos que persiguen estos productos financieros no coinciden fundamentalmente con los objetivos perseguidos por los fondos de inversión de carácter más tradicional. En el caso de los fondos de inversión tradicional, se exige una liquidez diaria y no está permitido el apalancamiento a diferencia de los Hedge Funds, lo cual limita en buena medida su política de inversión. Por otro lado, la mayor regulación de los primeros también limita su método de actuación. Sin embargo, son los Hedge Funds los que tienen limitado el número de partícipes, aunque dicha característica no perjudica sus modalidades de inversión. Y por último se hace necesario de nuevo mencionar el riesgo superior de estos, ya que es una de las características que podemos considerar en nuestro caso como más importante, ya que va a ser de gran utilidad para analizar el riesgo en los mercados.

5.7. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LOS HEDGE FUNDS.

Es necesario analizar las ventajas y los inconvenientes de este tipo de productos, a fin de entender el porqué de este tipo de inversiones y si verdaderamente hay más pros o contras a la hora de tomar posición en ellas.

5.7.1. Ventajas:

Autores como Lacalle (2013), indican que son muchas las ventajas que presentan este tipo de fondo. Pudiendo destacar según este las siguientes:

- Rentabilidades superiores: habla de rentabilidades superiores con respecto a los productos “conservadores” a medio plazo, verificables a corto. *“Tanto que se critica el riesgo, y la mayoría de estrategias neutrales han generado retornos de entre el 15 y 20 % anual incluso considerando los dos peores años, 2008 y 2011”* (Lacalle, 2013).

- Un buen momento para invertir: según este autor, nos encontramos en un buen momento para tomar posición en estos fondos. Por ello indica que es necesario aprovechar que es un periodo de altísima atracción de capital para invertir en un entorno de comisiones muy favorable comparado con la volatilidad implícita. Ya que actualmente la mayoría de fondos neutrales suelen cobrar entorno a un 1,5% de comisión de gestión y un 20% de comisión, pero solamente si se consigue una rentabilidad mínima acordada conocida como “high watermark”. Siendo una oportunidad para aprovechar la situación de un entorno como el actual para establecer un diálogo fluido con el gestor, no sólo a través de sus informes mensuales.
- Mayor alineamiento de intereses entre gestores e inversores: por el hecho de que este tipo de fondos está gestionado por gestores que son a la vez partícipes. De este modo Lacalle (2013), plantea lo siguiente: “¿Qué prefiere usted, que su dinero lo gestione un señor que vive de su sueldo fijo enorme o un señor que se juega con usted todo su capital?”.
- Liquidez y transparencia unidas a resultados a corto plazo: es muy importante, ya que el acceso a su dinero para los inversores debe estar garantizado, y las estrategias que invierten en activos no líquidos como microempresas o activos no cotizados suelen conllevar más riesgo a corto.
- Capacidad de crear una cartera de mucho menos riesgo y volatilidad: invirtiendo en varios fondos alternativos sectoriales, según los intereses del inversor, en comparación con las cestas ofrecidas por los gestores pasivos, se puede según este autor reducir el riesgo y la volatilidad.
- Ruptura del modelo de gestión pasiva: en una economía caracterizada por moverse entre mini crisis y periodos cortos de expansión y contracción, la gestión activa y la persona que la realiza toman más relevancia que nunca.
- Capacidad de mover activos a nivel global: poder invertir en cualquier parte del mundo reduce la exposición a riesgos macroeconómicos sin obligar al gestor a “resignarse” porque su mandato sea invertir en activos españoles, británicos o rusos.

Es preciso matizar algunas de las cuestiones presentadas por este autor, puesto que en este caso habla de un buen momento para entrar, pero una vez que se modifique la situación del mercado, esto se podría transformar en un inconveniente. Ya que como

podemos observar, también hace mención a “aprovechar” un entorno como el actual y un mercado con tipos de interés tan bajos, lo cual solo se podría considerar como una ventaja a corto plazo y dependiente de la situación económica. Siendo muy discutible este punto, al igual que el que se refiere a la transparencia y la liquidez, puesto que se trata de una característica que no cumplen la mayor parte de este tipo de fondos, si bien es cierto que algunos de ellos presentan una liquidez aceptable y un grado de transparencia razonable. Sin embargo, con carácter general, no se podría considerar como una ventaja en base a las características analizadas. Lo mismo ocurre con el riesgo, ya que como hemos comentado anteriormente, este tipo de activos se caracteriza por un riesgo elevado.

Finalmente, en lo que respecta a este conjunto de ventajas, en base a las características expuestas con anterioridad, solo se podrían considerar como auténticas ventajas la mayor rentabilidad, los intereses del gestor, la ruptura de la gestión pasiva y la capacidad para mover activos a nivel global. Pudiendo observarse que estas ventajas son algunas de las que caracterizan a este tipo de fondos. Pudiendo ser reducidas estas ventajas únicamente a cuatro.

A estas ventajas López de Prado e Illera (2004), añaden otras ventajas que tienen este tipo de fondos con respecto a los propios fondos de inversión tradicionales:

- Se comportan mejor en mercados bajistas: se suelen comportar mejor que los fondos tradicionales en mercados bajistas.
- Industria exótica, heterogénea y personalista: la industria de los Hedge Funds es altamente exótica, heterogénea y personalista, mientras que la de los fondos de inversión es estándar, homogénea e institucionalista. Además la correlación entre estos últimos es muy elevada, de modo que la industria de fondos de inversión se comporta al unísono.
- Baja correlación frente al mercado: las estrategias mercado neutrales exhiben baja correlación frente al mercado, mientras que las estrategias tradicionales de los fondos de inversión tienen por objetivo seguir al mercado. Por ello ante una mala situación del mercado pueden no verse perjudicados.
- Pueden hacer ventas a corto: a diferencia de los fondos tradicionales, estos pueden hacer ventas a corto cuando existan oportunidades de explotar eficiencias. Ello les

permite ser más flexibles a la hora de extraer beneficios de los desajustes en precios.

Una vez analizadas las ventajas presentadas por estos, es necesario mencionar que no cabe crítica al respecto, puesto que según lo analizado con anterioridad y en base a las estrategias que serán presentadas posteriormente, estas ventajas sí aparecen reflejadas dentro de las características de este tipo de fondos. Pudiendo concluir que las ventajas más destacables en este tipo de fondos se resumen en ocho puntos principales, presentados por los tres autores anteriores, que coinciden también en gran medida con los presentados por otros autores.

5.7.2. Inconvenientes.

En el caso de Lacalle (2013), este no hace referencia a ningún tipo de inconvenientes de carácter destacable en este tipo de productos. En cambio López de Prado e Illera (2004), además de las ventajas mencionadas en el apartado anterior, también mencionan algunos de los inconvenientes más destacables de este tipo de activos financieros.

- Baja regulación: en términos legales, los Hedge Funds están mucho más desregulados, mientras los fondos de inversión están sometidos a fuertes restricciones legales.
- Gestión de riesgos más ineficiente: mediante el uso de derivados, los Hedge Funds pueden gestionar los riesgos de forma más ineficiente. Debido al grado de apalancamiento, estos fondos ofrecen algunos riesgos particulares distintos del riesgo de mercado que, hasta cierto punto, no existen en los fondos de inversión.
- Escasa publicidad: los fondos de inversión están autorizados a hacer publicidad, sin embargo los Hedge Funds usualmente no, lo cual refleja una menor información disponible.
- Falta de transparencia: la falta de transparencia es una desventaja de invertir en este tipo de fondos. Aunque en cierta medida esta desventaja, se puede ver compensada en cierta medida por la obtención de rendimientos estables y recurrentes con un bajo perfil de riesgo.

Lo que hacen estos autores es simplemente presentar las características que hemos mencionado anteriormente, que son negativas para este tipo de fondos. Pudiendo observar

que reflejan la falta de transparencia, punto que presentaba Lacalle (2013) de forma contraria y que podemos concluir que se trataría de un inconveniente. Otro de los inconvenientes a destacar es el excesivo apalancamiento, que puede generar ineficiencias a pesar de la mayor efectividad del gestor, la cual puede verse perjudicada por el mismo.

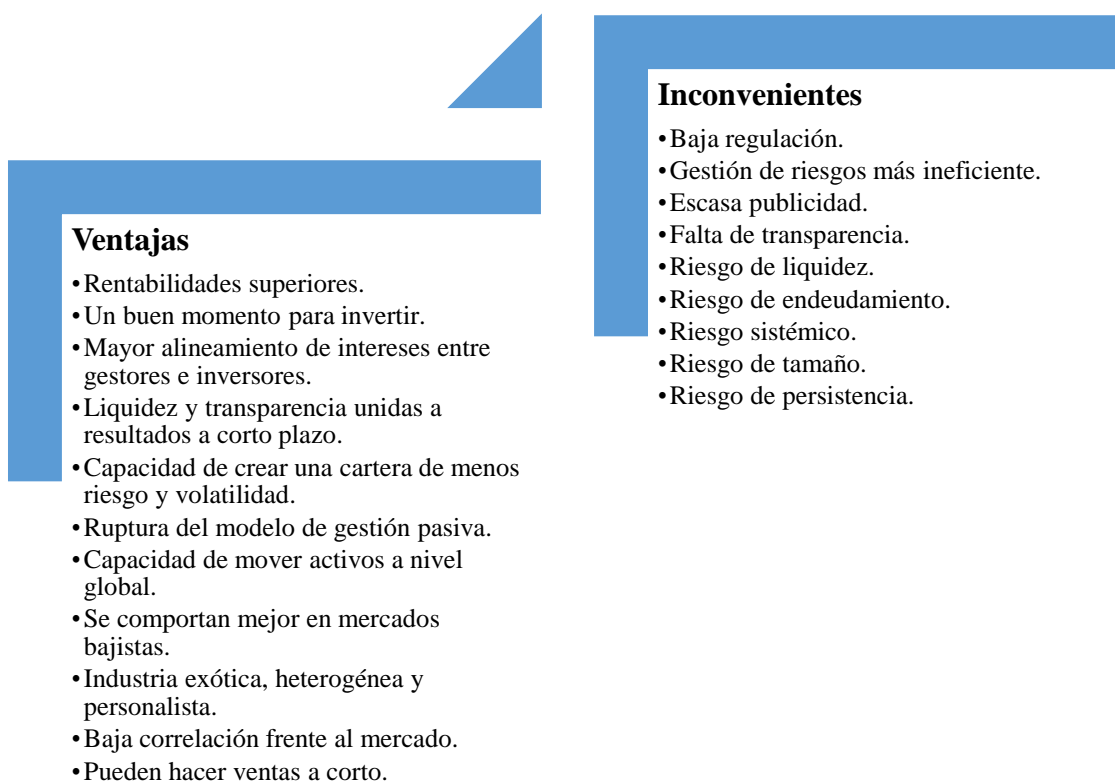
Otros inconvenientes son los que plantea Brun Lozano (2006), los cuales son fundamentalmente riesgos que presentan este tipo de fondos:

- Riesgo de liquidez: tienen la libertad de invertir en cualquier activo, con independencia de su nivel de liquidez.
- Riesgo de endeudamiento: elevada capacidad para endeudarse. El apalancamiento les permite obtener mayor rentabilidad a costa de incrementar el riesgo.
- Riesgo sistémico: se produce cuando el incumplimiento de las obligaciones de estos, afecta a la capacidad de cumplimiento de otros partícipes.
- Riesgo de tamaño: el tamaño del fondo puede afectar a su capacidad para generar resultados y, por tanto, afectar a su nivel de riesgo.
- Riesgo de persistencia: el riesgo que generan puede persistir en el tiempo.

De nuevo aparece la escasa liquidez como protagonista y el riesgo de endeudamiento que coincide con el excesivo apalancamiento mencionado por López de Prado e Illera. Al cual añaden el riesgo sistémico, el cual es más bien un inconveniente para el entorno y no tanto para los partícipes en los fondos. Lo mismo ocurre con el riesgo del tamaño, ya que como hemos comentado anteriormente, este tipo de fondos se caracteriza por tener un límite de capital y de tamaño, por lo cual este tipo de riesgo apenas adquiere importancia. El más importante junto con la escasa liquidez en este caso sería que el riesgo generado por estos pueda persistir en el tiempo, aunque este punto no es clave para los inversores que deciden entrar a formar parte de este tipo de fondos. De este modo, existen casi las mismas ventajas que inconvenientes, aunque estos últimos son cruciales a la hora de invertir en estos activos, lo cual deja en manos de los inversores el riesgo que están dispuestos a asumir.

De este modo, podemos resumir el conjunto de ventajas e inconvenientes a partir del siguiente esquema, que engloba las presentadas por todos los autores anteriormente citados.

Figura 5. Ventajas e inconvenientes de los Hedge Funds.



Fuente: elaboración propia.

5.8. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN.

En este punto trataremos de analizar las diferentes estrategias existentes con la finalidad de corroborar si a través de las mismas o de las diferentes políticas de inversión, se pueden ver alterados los mercados financieros. Lo cual va en consonancia con nuestro estudio sobre el impacto de este tipo de fondos en las crisis mundiales y sobre si verdaderamente estas estrategias pueden generar rentabilidades independientemente del ciclo económico. Ello es debido a esa característica de escasa correlación entre este tipo de fondos y el mercado, jugando de este modo las estrategias un papel de primer orden a la hora de obtener buenos resultados.

Según Fabra, García y Sánchez (2008), los Hedge Funds son considerados un modelo de inversión, con una gestión alternativa, debido a que utilizan unas estrategias y técnicas de inversión que difieren de las convencionales. En 1990 la mayoría de fondos aplicaban una estrategia que pretendía explotar eventos macroeconómicos, debido a que más del 70% de los fondos se dedicaban a este tipo de arbitraje. Durante los años 90, la mayor capacidad de cálculo que proporcionaron los avances informáticos permitió poner en práctica modelos teóricos más complejos. Como resultado se produjo un cambio que ahora permite gestionar patrimonios a medida utilizando la ingeniería financiera.

Cada una de las siguientes estrategias ha ido progresando a lo largo de esta década y pueden ser compatibles entre ellas. Por ello estos autores hacen la siguiente clasificación en cuanto a estrategias de inversión “Market Neutral”, definidas así por ese carácter de neutralidad del mercado. Característica básica que los diferencia del resto de fondos de inversión tradicionales, los cuales están altamente correlacionados con los ciclos económicos y con el mercado. De este modo, los resultados de estos últimos sí que van a depender altamente de la situación económica.

Este tipo de estrategias se suelen dividir en tres tipos: Relative Value Arbitraje, basada en encontrar anomalías matemáticas en la valoración; Event Driven, toma de posiciones largas o cortas en empresas con una situación financiera difícil y Opportunistic, sigue un modelo macroeconómico que permita aprovechar cualquier oportunidad de negocio en el mercado.

Todas ellas se basan en la búsqueda de anomalías en valoraciones, dificultades financieras o una mala coyuntura para poder obtener un beneficio. De este modo, obtienen un beneficio a partir de una situación de perjuicio para la otra parte.

Figura 6. Estrategias Relative Value Arbitraje.

Fixed Income Arbitrage

- Se basa en encontrar anomalías de origen matemático a través de la valoración de la renta fija. Recoge el beneficio derivado de la correcta identificación de instrumentos similares mal valorados en términos a otro. Riesgos de esta estrategia: de rating, de contrapartida, de cambio de divisa, de cola o evento extraordinario, de política de tipos o de liquidez.
- **a) Basis trades:** explota la diferencia de precio entre el precio contado y el futuro de un bono.
- **b) Asset Swaps:** comprar un bono de deuda pública o alto nivel crediticio y liquidez y cubrir el cobro de sus cupones con un swap. Es inmune a desplazamientos en la curva de tipos de interés.
- **c) TED spreads:** sacar rentabilidad de la diferencia entre la TIR de los bonos del Gobierno y el tipo par swap de la misma divisa.
- **d) Yield Curve Arbitrage:** tomar posiciones largas y cortas en distintos puntos de la curva TIR, para aprovechar inconsistencias en precios relativos.

Equity Market Neutral

- Las técnicas empleadas son matemáticas y estadísticas, prescindiendo de análisis cualitativos de activos.
- **Pair trading:** consiste en seguir la evolución de dos acciones con tendencia común y aprovechar situaciones en las que sus precios divergen sin razón aparente. Mediante la compra de una acción infravalorada y la venta de una sobrevalorada, el gestor alcanza su objetivo.

Statistical Arbitrage

- Basan sus decisiones de inversión explotando las diferencias en el valor de mercado de un activo y su valor estimado a partir de estadística y patrones derivados de datos históricos. Estableciendo una cobertura para proteger el riesgo direccional del mercado. Para establecer la cobertura: se utiliza una base teórica analítica o se basa en datos históricos.

Convertible Arbitrage

- Los bonos convertibles son bonos que pueden ser convertidos en un número de acciones y tienen naturaleza híbrida, su precio se comporta en parte como un bono y en parte como una acción.
- Un bono convertible está formado por: valor de la inversión, prima de inversión, precio de conversión, ratio de conversión, valor de conversión y prima sobre el valor de conversión.
- Para operar con esta estrategia se valora cada una de las partes anteriores para alcanzar un precio teórico y el de mercado y no si no existen razones para que el precio incorpore expectativas que probablemente se realizarán se montará la estrategia. Consiste en vender tantas acciones como indique la delta incorporada y comprar el bono convertible.
- **"Bullish Hedge Convertible Arbitraje":** el arbitrajista vende menos acciones de las necesarias para poder participar parcialmente en alzas en el precio de la acción.
- **"Bearish Hedge Convertible Arbitraje":** el opuesto al anterior, se basa en la sobreventa de acciones.

Mortgage- backed securities (MBS) arbitraje

- Se centra en aprovechar imperfecciones en el precio de los títulos de deuda emitidos por entidades financieras con garantía real.

Fuente: Elaboración propia.

Observamos que este conjunto de estrategias se basan en aprovechar inconsistencias matemáticas de todo tipo para tomar posiciones en una inversión. Tratando de encontrar anomalías en la valoración de renta, inconsistencias de precios, diferencias entre valores estimados y valores observados... Por ello este tipo de estrategias se caracterizan por su enorme complejidad.

Figura 7. Estrategias Event-Driven.

Distressed Securities o "títulos en peligro"

- Se basa en tomar una posición corta o larga en acciones y renta fija privada, de empresas en situación financiera difícil. Para tomar posición el gestor vende títulos similares pero de empresas en buena situación o deuda pública.
- Para esta estrategia es necesario el acceso a información no accesible a un particular. Los gestores de estas estrategias suelen tener mucha información, contactos y mucho dinero.
- Más productiva en U.S.A. porque intentan refloatar a empresas con problemas, mientras en Europa se intenta pagar a los acreedores y liquidar la empresa.

Risk Arbitrage o Merger Arbitrage

- Intenta aprovechar la noticia que entre dos empresas va a haber un movimiento corporativo, comprando acciones de la compañía que va a ser adquirida y vendiendo a corto acciones de la más fuerte que va a absorber a la otra.
- Los gestores suelen utilizar diversos activos para esta estrategia: acciones ordinarias, opciones o futuros sobre acciones ordinarias, swaps, collars, caps...

Fuente: Elaboración propia.

Podemos observar que este conjunto de estrategias basa su inversión dependiendo de los sucesos que les van aconteciendo a diferentes empresas. Aprovechando el surgimiento de empresas con problemas, con la finalidad de tomar posesión en las mismas. O por otro lado, trata de captar noticias sobre movimientos corporativos desde una posición privilegiada. Persiguiendo el objetivo de tomar posición en empresas que vean mejoradas sus perspectivas de evolución, para abandonarlas en empresas que están alcanzado su límite en lo que respecta a recorrido y evolución, lo cual suele ser síntoma de una menor rentabilidad.

Figura 8. Estrategias Opportunistic.

Macro

- Suelen seguir un modelo macroeconómico de donde se extrae el movimiento u oscilación futura de un activo, para poder aprovechar cualquier oportunidad de negocio que ofrezca el mercado.
- Aplican esta estrategia inversores como Soros, Julian Robertson...
- Los gestores deben anticipar las tendencias y posicionarse antes de hacer sus previsiones, avanzando movimiento futuros de forma violenta, pudiendo provocar tormentas financieras importantes.

Mercados emergentes

- Invierten en activos de países con un PNB por debajo de 8.056\$ per cápita.
- Incorporan un alto riesgo de inversión, aunque no suelen ser necesarias las coberturas debido a la correlación negativa con las economías occidentales, evitándolas siempre y cuando la cartera esté bien diversificada.
- Dentro de estos, se puede invertir en acciones o bonos:
 - a) Se puede invertir en acciones pero existen impedimentos y suelen ser inseguros a nivel de custodia.
 - b) Los mercados de bonos suelen comportarse como la renta variable, sufriendo movimientos diarios. Generando así oportunidades de negocio.
- Dentro de la renta variable encontramos:
 - a) Compra de acciones infravaloradas o sobrevaloradas.
 - b) Derivados sobre índices.
 - c) Posiciones largas con cobertura parcial.
 - d) Arbitraje contado/plazo: arbitrar la diferencia entre precio teórico y de mercado de un derivado.
 - e) Posiciones largas apalancadas en acciones o en convertibles.
 - f) Inversión en capital privado (capital riesgo, private equity, OPA's...)
- En la renta fija:
 - a) Compra de deuda pública infravalorada.
 - b) Tick-to-tick trading, igual que en la renta variable, aprovechando imperfecciones diarias del mercado.
 - c) Arbitraje diferencial oferta-demanda.
 - d) Posicionamiento mediante diferentes tipos de bonos.
 - e) Arbitraje de crédito.
 - f) Arbitraje de volatilidad: cubrir el riesgo direccional comprando opciones.
 - g) Inversiones en mercado monetario del país.

Equity Hedge

- Se basa en dos movimientos básicos:
 - 1.- Compra de acciones de una compañía, índice o derivado que las tenga como subyacente.
 - 2.- Cubrir el riesgo direccional mediante la venta a corto de acciones parecidas, índice o derivado que las tenga como subyacente.
- Se pueden obtener beneficios tanto si el mercado es alcista como si es bajista. La cobertura hace que se puedan obtener beneficios en diferentes situaciones de mercado.
- Para tomar una posición se realizan diversas operaciones:
 - 1. Análisis técnico.
 - 2. Análisis fundamental.
 - 3. Análisis fundamental de estados financieros.
 - 4. Análisis fundamental de series estadísticas.
- Es importante prever que acciones se van a revalorizar y posicionarse a largo, tomando a su vez posiciones cortas en el índice que las tenga como subyacente.
- Encontraremos en esta estrategia múltiples modelos de arbitraje para aprovechar las imperfecciones que se creen.

Long/ Short Equity

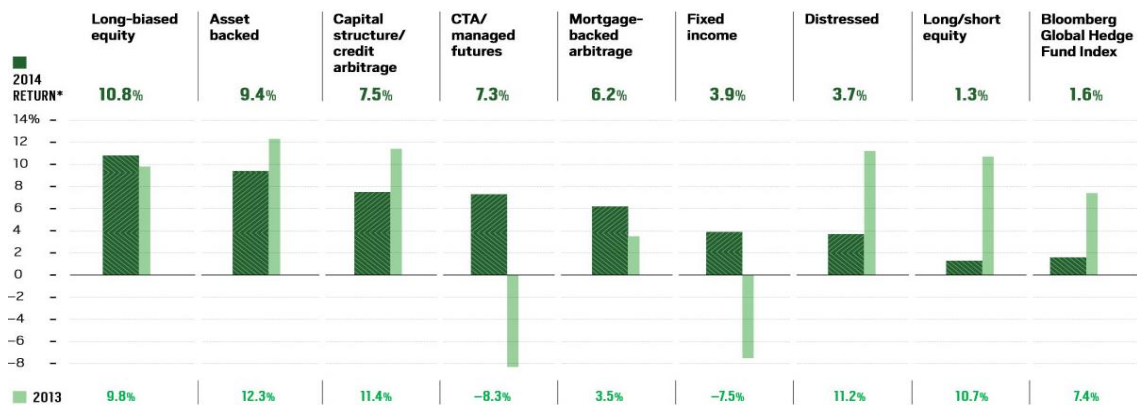
- Apuesta por que el mercado va a tomar un sentido direccional y no se utiliza un medio de cobertura.
- No funciona correctamente en fondos a largo plazo porque no se podría aprovechar las imperfecciones en los precios relativos u otras inconsistencias.
- Los futuros gestionados se han especializado en posiciones de este tipo y dejan estrecho margen a los Hedge Funds, en comparación si utilizan una estrategia market-neutral.

Fuente: Elaboración propia.

Este tipo de estrategias, son las más agresivas de los Hedge Funds ya que intentan obtener rentabilidades a partir de las expectativas que se incorporan en los precios del mercado. Pudiendo destacar la Long/Short Equity por su elevada utilización y por la ventaja de ganar dinero en cualquier situación de mercado.

“La técnica long/short ligada a renta variable es una modalidad de la denominada gestión alternativa. Busca obtener rentabilidad mediante la revalorización de dos partes de la cartera bien diferenciadas: por un lado, los activos, compañías o índices, de los que se espera que incrementen su valor en mercado y son entonces adquiridos y, por otro lado, aquéllos para los que se anticipa que tengan un mal comportamiento y por ello son vendidos (normalmente utilizando productos derivados). La virtud de la gestión long/short radica en que permite ganar dinero en cualquier escenario de mercado siempre que la parte comprada de la cartera lo haga mejor (suba más o baje menos) que la parte vendida” (Santos, 2014).

Gráfico 2. Estrategias con mejor rendimiento.



Fuente: (Bloomberg, 2015).

Podemos observar que para el año 2014 las estrategias que han proporcionado un rendimiento superior han sido las “long-biased equity”, seguidas de las “asset backed”. En el primer caso, ha incrementado su rentabilidad con respecto al año anterior, sin embargo el segundo tipo de estrategias han visto reducida su rentabilidad en casi tres puntos con respecto al año anterior. Pudiendo también destacar que tanto las “CTA/managed futures” como las “Fixed income” han visto modificada su rentabilidad de forma muy notable con respecto al año anterior, puesto que han pasado de una

rentabilidad muy negativa a una rentabilidad media aceptable, en base a los tipos de interés de mercado y a las estrategias de mayor rentabilidad.

Tabla 2. Ranking mundial de Hedge Funds con estrategias.

	Fondo	Firma	Localización	Estrategia	Activo (billon \$)	Rent. 2014 (%)
1	Pershing Square International	Pershing Square Capital Mgmt.	Estados Unidos	Activist	6,1	32,8
2	Quantedge Global	Quantedge Capital	Singapur	Quantitative	1,0	32,3
3	STS Partners	Deer Park Road	Estados Unidos	Asset backed	1,3	23,9
4	Hildene Opportunities	Hildene Capitle Mgmt.	Estados Unidos	Structured credit	1,3	23,6
5	AHL Diversified	AHL Partners	Reino Unido	Managed futures	4,4	21,1
6	MBS Agency	Structured Portfolio Mgmt.	Estados Unidos	Mortgage-backed	1,0	20,6
7	Citadel Tactical Trading	Citadel Advisors	Estado Unidos	Multistrategy	2,3	19,7
8	Stratus	Capital Fund Mgmt.	Francia	Multistrategy	3,8	17,7
9	Citadel Global Equities	Citadel Advisors	Estados Unidos	Market Neutral	4,4	17,3
10	Dymon Asia Macro	Dymon Asia Capital	Singapur	Macro	3,5	17,0
11	Glenview Capital Opportunity	Glenview Capital Mgmt.	Estados Unidos	Long/short	2,8	16,9
12	Tiger Global	Tiger Global Mgmt.	Estados Unidos	Long/short	7,0	16,2
13	BZC Investment Partners	BlueZone Capital Mgmt.	Bahamas	Multistrategy	5,9	15,9
14	Two Sigma Compass Cayman	Two Sigma Investments	Estados Unidos	Managed futures	2,1	15,7
15	AHL Evolution	AHL Partners	Reino Unido	Managed futures	4,0	15,6

Fuente: (Bloomberg, 2015)

En este punto podemos observar que el primer fondo en función de la rentabilidad es un fondo basado en una estrategia del tipo “activist”, a pesar de que este tipo de estrategias en su conjunto no han sido las más rentables, como hemos podido observar en el gráfico anterior. Lo mismo ocurre con el segundo Hedge Fund que sigue una estrategia del tipo “quantitative”. Pudiendo observarse que a pesar de que un tipo de estrategias en su conjunto proporcione una rentabilidad baja de media, es posible que un fondo que siga

ese tipo de estrategia se sitúe en los primeros puestos de rentabilidad mundial. Esto es debido a que a pesar del tipo de estrategia que se emplee, la cual puede ser la misma y seguir las mismas pautas, existe otra parte que depende del gestor y su equipo, los cuales pueden obtener una mayor o menor rentabilidad que el resto de fondos que siguen la misma estrategia. Como se menciona a lo largo de este trabajo, el gestor del fondo es una parte muy importante del mismo y en este punto es donde precisamente observamos algunas de las diferencias más aparentes entre fondos que siguen estrategias similares. A partir de esta información observada en los gráficos anteriores, podemos corroborar la certeza en lo que respecta a la necesidad de seleccionar un buen gestor, algo que consideran fundamental la mayor parte de los autores dedicados a este tipo de fondos.

5.9. ¿CÓMO SE INVIERTE EN UN HEDGE FUND?

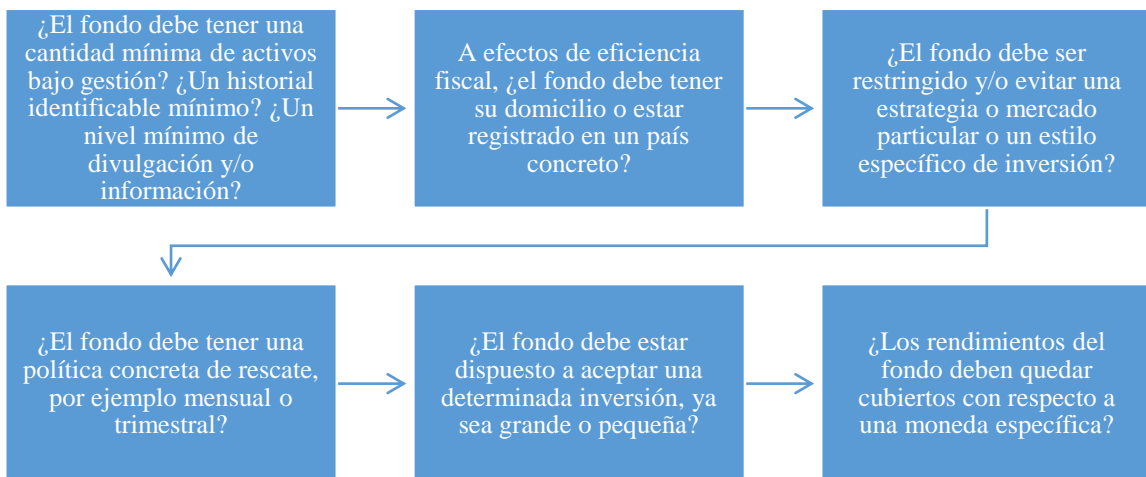
Una vez que el inversor ha decidido qué porcentaje de su cartera quiere asignar a Hedge Funds, es necesario iniciar un proceso de selección del fondo apropiado. Este función, según Lhabitant (2006), se basa en revisar el sector en busca de talentos excepcionales, pero con la evolución del sector, el otro gran problema es elegir uno determinado entre el gran número de Hedge Funds existentes, los cuales a nivel mundial hacen un total de más de 6.000. A pesar de ello, la falta de información pública disponible y su limitada transparencia no facilitan el proceso de selección. *“Por ello, este proceso de selección debería ser similar a la selección de un valor bursátil, una acción sistemática, disciplinada, bien estructurada y racional. En este ámbito, la investigación y el sentido común son los elementos clave de una buena decisión”* (Lhabitant, 2006).

La parte del gestor es de gran relevancia y por ello, detectar al mejor gestor en cada estrategia aporta valor extra pues, pese a que la volatilidad agregada de los Hedge Funds es menor que en el resto de fondos alternativos, los resultados del universo Hedge Funds tienen una mayor dispersión, según indica Lhabitant (2006). Por ello, acertar con el gestor tiene una mayor recompensa en el mundo alternativo que en el tradicional, ya que en el mundo tradicional esta figura a penas goza de relevancia. *“Pese a que muchos piensan que la adecuada selección de estrategias tampoco aporta valor, desde Omega Capital consideran que sí lo hace. La distribución dinámica de estrategias donde el*

análisis top down juega un papel importante, es otro factor relevante en el diseño de carteras eficientes en el mundo hedge, dicen” (Muñoz, 2013). Por lo tanto, gestionar los riesgos que los Hedge Funds tienen frente a los fondos de inversión tradicionales, es un punto clave. Ya que más allá del riesgo de mercado, conocido como volatilidad, este tipo de fondos conllevan riesgos como los de contrapartida, liquidez o concentración, que exigen una conocimiento y una dedicación adicionales.

Lhabitant en su libro (Lhabitant, 2006) indica que el inversor ha de tener claro lo que quiere conseguir, para poder elegir el fondo que mejor se adapte a lo que verdaderamente busca. Por ello, plantea las siguientes preguntas que todo inversor debería hacerse llegado a este punto:

Figura 9. Preguntas básicas del inversor de Hedge Funds.



Fuente: Elaboración propia a partir de Lhabitant (2006).

Las preguntas que debe hacerse un inversor de este tipo de fondos serían: la cantidad bajo gestión del fondo, el nivel de información, el domicilio, si existen o no restricciones a la inversión, la política de rescate, la inversión a aceptar por este y si los rendimientos quedan cubiertos respecto a una moneda específica.

Estos serían los objetivos básicos del proceso de selección de un Hedge Fund, puesto que su desconocimiento dificulta la toma de decisiones a la hora de participar. Por ello se hace referencia a la necesidad de que sean inversores cualificados los que tomen posición en este tipo de fondos.

6. EL PAPEL DE LOS HEDGE FUNDS EN LAS CRISIS.

Como menciona García Alejo (2006), uno de los tópicos de discusión que siempre aparecen al hablar de los Hedge Funds es si su papel es positivo o negativo para el mercado. Si lo ayudan o lo distorsionan. Si son fuente de riesgo o no.

Por ello, como indican Sánchez- Calero Guilarte y Tapia Hermida (2013), es necesario aclarar que no ha existido un problema de crisis de crecimiento de este tipo de fondos, ya que estos han incrementado su importancia en el mercado financiero. Sino que el problema se encuentra en determinar en qué medida este tipo de fondos han influido en el estallido de la crisis financiera global. Siendo necesario analizar si han contribuido al desarrollo de dicha crisis y la posibilidad de una mayor regulación para evitar que el mercado financiero sufra sus actuaciones.

No todos los factores que derivan de este tipo de fondos son de carácter negativo, ya que también hay factores positivos observables y atribuibles a estos. Como indica García Alejo (2006), es necesario mencionar que los Hedge Funds han puesto encima de la mesa una nueva forma de invertir y diversificar riesgos en carteras suficientemente amplias. Además de contribuir a mejorar la liquidez global del sistema. Siendo reseñable que por la propia filosofía, basada en la búsqueda de oportunidades y arbitrajes, pueden hacer que mercados locales e ilíquidos se vuelvan más transparentes y tengan una mayor profundidad. Lo cual quiere decir mercados más eficientes desde el punto de vista de la formación de los precios.

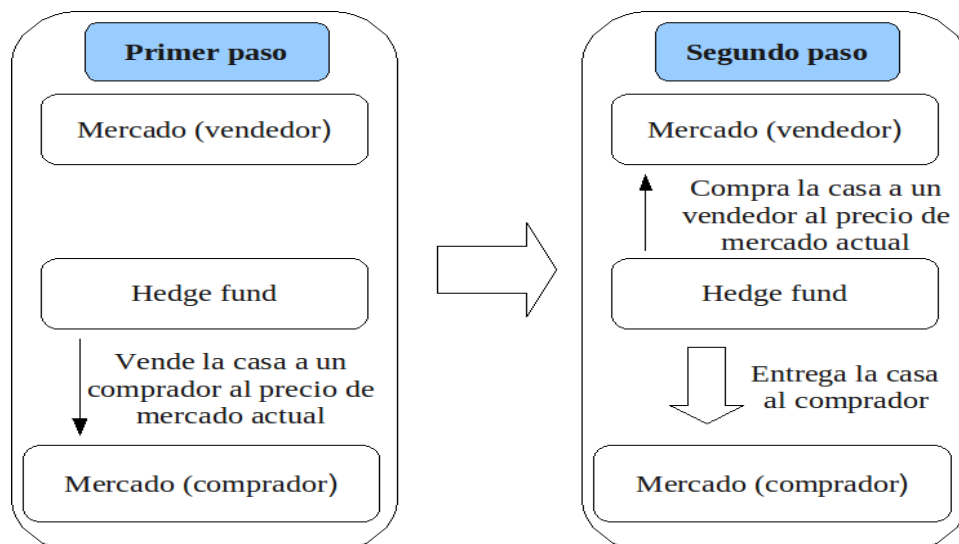
García Alejo (2006), indica que es necesario considerar como efecto, más que como causa, que los Hedge Funds han sido uno de los jugadores esenciales en la rebaja de la volatilidad a nivel mundial. Lo cual sería un efecto positivo para el conjunto del entorno financiero.

Derivado de la concentración de estrategias en activos o mercados con liquidez esencialmente generada por los Hedge Funds, así como del nivel de apalancamiento de los propios fondos, un evento aislado e inesperado podría tener un efecto dominó indeseado, que a través de sencillos mecanismos de contagio acabe por afectar a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. El escenario indeseado según García

Alejo (2006), comenzaría por las dificultades de un Hedge Fund cuyos activos pierden repentinamente valor y cuya correspondiente liquidación implicara asumir pérdidas elevadas. Esta situación, en el caso de un fondo fuertemente apalancado, traslada riesgos a su financiador, que ante el impago del fondo se ve obligado a vender colateral de forma rápida. Si la contrapartida no está bien diversificada (desde el punto de vista del número de agentes que participan en la financiación) o los mercados en los que se negocie el colateral son ineficientes, se puede provocar un efecto dominó que induzca no sólo a la quiebra de este fondo en particular, sino a las dificultades del financiador y el mal comportamiento de los mercados en los que ambos han intervenido. Este tipo de escenarios crean una incómoda sensación de incertidumbre que persiste en el tiempo.

Un ataque especulativo podría ser uno de los causantes de este tipo de escenarios indeseados, pudiendo observarse que en ausencia de estabilidad, se producen numerosos movimientos en esta dirección. Generando un bucle que desencadena en una mayor inestabilidad a nivel internacional, afectando negativamente a los inversores de Hedge Funds en lo que respecta al incremento del riesgo de la inversión. Para ello realizaremos una breve explicación de la operatividad especulativa de este tipo de fondos.

Figura 10. Pasos para un ataque especulativo.



Fuente: Rayón Jerez (2010).

Fundamentalmente, se trata de vender algo que aún no se posee, lo que se conoce como tomar una “posición corta”. Lo cual se puede explicar en el caso de los Hedge Funds del siguiente modo. Un fondo de este tipo se da cuenta de que el precio de los edificios por ejemplo, va a bajar en los próximos meses. Decidiendo vender uno de ellos a una persona que lo demanda en el mercado, pero se trata de una venta un tanto peculiar, ya que el fondo aún no dispone de la casa y la va a entregar dentro de 6 meses. Pero para poder entregarla, antes tendrá que comprarla. Por ello, antes de la fecha de venta acordada, el Hedge Fund compra la casa esperando hasta el último momento para comprarla al precio al que se encuentre y posteriormente procede a entregarla. Pero como sabía que el precio iba a bajar, y finalmente bajó, obtiene un beneficio importante en el margen de compra-venta. Siendo esa toma de “posición corta” lo que genera el ataque especulativo, porque cumple el hecho de un individuo que realiza una operación con ánimo de lucro, sin importarle la situación de fondo de la venta en cuestión.

Esta simple explicación se puede trasladar a los mercados financieros, donde si se juntan muchos de estos fondos y realizan estas operaciones con una traslación temporal, teniendo en cuenta la magnitud de capital involucrado en la operación, cuando la noticia llega al mercado se produce el pánico financiero. Esto quiere decir que si se da una venta masiva de este tipo, el mercado entiende que lo que se está vendiendo ha perdido mucho valor, y finalmente ese valor bajará.

De este modo, la CNMV (2006) hace referencia a algunos riesgos genéricos y específicos para la estabilidad financiera y la de los propios mercados, coincidentes con lo reflejado anteriormente:

- El riesgo de desencadenar una crisis de origen sistémico puede conllevar la desestabilización tanto de:
 - i. Las entidades financieras, que dan contrapartida y proporcionan financiación y servicios de brokerage (especialmente prime brokers), y a través de ellas a las demás entidades del sistema crediticio, como
 - ii. de los mercados financieros y sistemas de liquidación en los que operan y que pueden transmitirse a los restantes participantes de los mismos, así como a otros mercados, afectando a la confianza general en su funcionamiento.

- Asimismo, existen otros riesgos, no de tipo sistémico, por actuaciones recurrentes o puntuales de los Hedge Funds que pueden impactar en mercados determinados, o valores subyacentes individuales, desequilibrando su negociación y que amenazan igualmente a la confianza:
 - i. Relativos a la introducción de alteraciones en la profundidad, liquidez y transparencia de los mercados o que dañan la eficiencia en el proceso de formación de precios de valores subyacentes, o en la ejecución y liquidación de los contratos, reduciendo la calidad del mercado.
 - ii. Por conductas determinantes de situaciones de abuso de mercado, tales como el empleo de información privilegiada o la manipulación de precios.
 - iii. Para la estabilidad de las entidades en las que invierten y toman participaciones los Hedge Funds, ya sea con criterios de permanencia, especulativos o de cobertura, por adquirir capacidad para ejercer una influencia notable en la gestión, o entrar en conflictos de interés con los restantes accionistas de estas entidades.

6.1. LA ESTABILIDAD FINANCIERA COMO CONTRAPARTIDA.

Como hemos observado en el apartado anterior, son muchos los indicios que presentan a este tipo de fondos como culpables de la inestabilidad financiera. Siendo necesario analizar quién se encarga de mantener dicha estabilidad y su modo de actuación a tal efecto. Ya que como advierte la CNMV, se han identificado los siguientes factores que podrían suponer una amenaza para la estabilidad del sistema financiero y la confianza de los mercados y que podrían beneficiarse de ciertas acciones específicas orientadas a mitigar en lo posible dichos riesgos. Pudiendo destacar lo siguiente:

- Existe evidencia de que un gran número de participantes comparte los mismos objetivos y sigue las mismas estrategias, tomando posiciones similares, lo que puede distorsionar el mercado. Actualmente sería más probable la quiebra de varios Hedge Funds pequeños o medianos, que concentrasen posiciones del mismo signo, que la quiebra de un único gran fondo.

- Se observa la existencia de un número creciente de entidades de crédito y brokers que están tomando riesgo a través de estrategias similares a las de los Hedge Funds, agravando el riesgo de concentración. De este modo, movimientos contrarios del mercado pueden transferirse a terceros, también la crisis de un solo prime bróker de gran tamaño podría extenderse a un conjunto de Hedge Funds, afectando de forma simultánea las posiciones por cuenta propia de las entidades y las carteras gestionadas por estos fondos.
- La falta de liquidez de los mercados para absorber la actividad de los Hedge Funds sigue siendo una de las principales fuentes de preocupación. Por un lado, los modelos de valoración siguen teniendo limitaciones para estimar riesgos en situaciones extremas. Por otro lado, del mismo modo que los Hedge Funds suministran liquidez al mercado, se aprecia en paralelo una concentración importante de la misma en manos de estos participantes, lo que implica capacidad para impactar y, en ocasiones, distorsionar la formación de precios favoreciendo la posibilidad de conductas de abuso de mercado. Esta situación se agrava en mercados de productos complejos o de reciente desarrollo y baja liquidez, y en los que los Hedge Funds se sienten motivados a actuar, ante la reducción de oportunidades de negocio en mercados consolidados.
- La entrada de nuevos jugadores y la afluencia de nuevos capitales, reduce las oportunidades de obtener mejores rentabilidades. Por este motivo, las entidades pueden incrementar los riesgos para alcanzar los objetivos de rentabilidad fijados. Por otra parte, se facilita la dispersión, con el riesgo de contaminación a un mayor número de participantes del conjunto del sector financiero, ante una crisis sistémica, sobre todo si se toma en consideración que muchos de estos nuevos inversores en Hedge Funds participan como tomadores de riesgo en los mercados de derivados de crédito, los cuales han experimentado un desarrollo sustancial.

La mayoría de estos factores pueden dar origen o ser relevantes en la transmisión, tanto del riesgo de tipo sistémico, afectando al sistema financiero en su conjunto, como del no sistémico, afectando solamente a determinados valores o mercados. Siendo necesaria la actuación de las autoridades financieras, para tratar de evitar ese escenario indeseado, tratando de preservar la estabilidad financiera como pilar fundamental, al cual

pueden afectar las inversiones de este tipo de fondos, pudiéndose ver estos también afectados. Esta obligación debe ser cumplida como menciona E. Buscaglia (2004) en dos planos fundamentales:

1.- A través de la supervisión de las entidades financieras.

Los bancos centrales tienen la responsabilidad de supervisar la liquidez, solvencia, riesgo de cartera y el equilibrio operativo, de todas las entidades financieras bajo su jurisdicción. Esta supervisión tiene que ver con el cometido de los bancos centrales como “prestamistas de última estancia”, en el caso de que las entidades adolezcan de liquidez.

Las normas de Basilea I y II, firmadas por los principales bancos centrales mundiales, propician la adopción de estrictos criterios de cobertura, con capital propio, de los pasivos que asumen las entidades financieras con el público y con los inversores institucionales que les hayan confiado sus fondos. Siendo en este caso esenciales los exámenes de solvencia de los deudores. Puesto que la tendencia de la banca a ofrecer negocios de alto riesgo, puede comprometer la estabilidad financiera. Lo cual está demandando una mayor supervisión por parte de los bancos centrales.

Las transacciones financieras en instrumentos derivados son aún de mayor riesgo, ya que implican la compra y venta de riesgos “a término”. Cuando estas operaciones, que suelen ser muy atractivas para los bancos, no están debidamente soportadas las unas por las otras, de tal forma que el riesgo asumido por la entidad sea mínimo, la situación de solvencia y liquidez de dichas entidades peligra, peligrando con ello la estabilidad del sistema. Pero la supervisión de estas operaciones, con complejos vínculos de interdependencia se muestra demasiado compleja para los bancos centrales en su objetivo de preservar la estabilidad.

2.- Preservando la estabilidad de los mercados de cambio y de capitales.

Para llevar a cabo este objetivo, los bancos centrales aplican operaciones “contra-especulativas” de mercado abierto, para reducir a la mínima expresión posible la volatilidad de sus precios. Ya que las fluctuaciones especulativas tienden a generar incertidumbre en las previsiones sobre la evolución de los tipos de interés y de los tipos de cambio. Lo cual exige a los bancos centrales numerosos estudios acerca de la paridad

de equilibrio de estos dos patrones monetarios. En el caso de las tasas reales de interés, son deseables cierta paridad y equilibrio con los mercados financieros internacionales, con la finalidad de reducir al mínimo los movimientos de capitales especulativos que ocasionan cierta inestabilidad.

En cuanto a los tipos reales de cambio, que influyen en la competitividad internacional, los bancos centrales deben analizar la paridad real de cambio con el objetivo de mantener en equilibrio la balanza de pagos a medio plazo. Teniendo en cuenta las previsiones de comercio exterior, los compromisos de pago de servicios reales y financieros y la deuda externa pública y privada que haya sido comprometida.

Para mantener la estabilidad financiera la CNMV (2006) propone algunas actuaciones para evitar la propagación del riesgo sistémico:

- . Conocimiento oportuno de la crisis por parte del regulador.

- . Adecuada evaluación y comprensión de la magnitud de la crisis y actuación coordinada, por parte de las contrapartes y reguladores, en la búsqueda de una solución para acotar el impacto e impedir la propagación del riesgo al sistema crediticio y a los diferentes mercados.

- . Puesta en marcha de un plan de salvamento y recapitalización del fondo y de apoyo al sistema para evitar el riesgo de contagio.

En el caso de la estabilidad financiera en la Unión Europea, el BCE en 2014 llevó a cabo numerosas actividades para contribuir a la estabilidad del sector financiero europeo y a la generación de confianza en dicho sector. En este sentido, el BCE emprendió una serie de actuaciones, como evaluar periódicamente los riesgos emergentes y la capacidad de resistencia y de absorción de perturbaciones del sistema financiero, analizar los vínculos entre el sistema financiero y la economía, realizar una evaluación global de las entidades de crédito significativas, y participar en los debates sobre la configuración del marco regulatorio a escala internacional y de la UE. Asimismo, con el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) el 4 de noviembre de 2014, el BCE asumió formalmente sus funciones micro y macroprudenciales. Este nuevo marco asegurará que los riesgos idiosincráticos de las entidades y los riesgos sistémicos del sistema financiero

se identifiquen y aborden de forma oportuna y efectiva, en estrecha colaboración con las autoridades de los Estados miembros participantes (Banco Central Europeo, 2014).

El análisis de estabilidad financiera⁵ que efectúa el BCE se presenta periódicamente. El BCE también presta apoyo analítico a la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) en esta materia. Durante 2014, el análisis de la estabilidad financiera llevado a cabo por el BCE sirvió de base a la JERS para la elaboración de los escenarios adversos de las pruebas de resistencia de las entidades de crédito y las empresas de seguros a escala europea. Estos escenarios se utilizaron en las pruebas de resistencia de las entidades de crédito realizadas por la Autoridad Bancaria Europea (ABE) a escala de la UE, en las que se basó la evaluación global de las entidades de crédito efectuada por el BCE, así como en las pruebas de resistencia de las empresas de seguros llevadas a cabo por la Autoridad de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA) (Banco Central Europeo, 2014).

Dentro de las actividades microprudenciales del BCE en lo que respecta a estabilidad financiera, el 4 de noviembre de 2014, un año después de la entrada en vigor del Reglamento del MUS, el BCE asumió formalmente sus funciones de supervisión. Junto con las autoridades nacionales competentes (ANC), el BCE contribuirá a la seguridad y la solidez del sistema bancario y a la estabilidad del sistema financiero. La puesta en marcha del MUS se produjo tras meses de trabajos preparatorios muy intensos, que incluyeron el establecimiento de las estructuras de gobernanza del MUS, la finalización del marco jurídico para la supervisión del MUS, el desarrollo organizativo y la contratación de personal para la función supervisora del BCE, y el desarrollo del modelo de supervisión del MUS. En paralelo, el BCE llevó a cabo una evaluación global de las entidades de crédito significativas, sometiéndolas a un análisis exhaustivo de la calidad de los activos y a una prueba de resistencia (Banco Central Europeo, 2014).

Sin embargo, según Mauro y Yafeh (2007), es dificultoso realizar predicciones sobre la naturaleza de las crisis financieras en el siglo XXI. A diferencia de las épocas anteriores, en los noventa los datos macroeconómicos y los hechos de un país tenían un

⁵ El BCE define “estabilidad financiera” como una situación en la que el sistema financiero (intermediarios, mercados e infraestructuras de mercado) es capaz de resistir perturbaciones sin que se vean afectadas significativamente la intermediación financiera y la asignación eficaz del ahorro a la inversión productiva.

poder más limitado sobre los diferenciales de un país, pues la evolución de los índices de mercados emergentes en general tuvo un mayor peso. Este mayor grado de movimiento en forma conjunto de los diferenciales de bonos de mercados emergentes obedece a una mayor similitud entre las estructuras económicas de las economías emergentes en general. Antes de la primera guerra mundial, estas economías emergentes eran muy especializadas. Sin embargo, en la actualidad, se encuentran más diversificadas, realizando actividades económicas más similares, de modo que sus fundamentales económicos tienden a desplazarse en mayor medida de forma conjunta. Pero esta mayor semejanza no basta como argumento suficiente para justificar el aumento de los movimientos conjuntos y las crisis comunes.

Los cambios en el comportamiento de los inversionistas y la organización de la inversión internacional también contribuyen a un mayor movimiento de los precios de los activos actualmente. Durante los noventa, las pérdidas sufridas debido a la crisis en un país indujeron a importantes fondos de inversión (incluidos fondos mutuos y Hedge Funds) a vender activos en país no afectados inicialmente a fin de mantener determinados perfiles de riesgo y liquidez. De este modo, si los fondos de capital variable preveían futuros reembolsos tras producirse un shock en un país, elevaban el nivel de efectivo desprendiéndose de activos de otros países. Por ello, los inversionistas apalancados como bancos de inversión y en especial los Hedge Funds, debieron hacer frente a requisitos regulatorios, prácticas internas de constitución de provisiones o márgenes de garantía que los llevaron a reequilibrar sus carteras vendiendo sus posiciones en países inicialmente indemnes. En cambio, en el pasado, los inversionistas operaban con independencia en tiempos en que las tecnologías de negociación eran más lentas. Ante la inminencia de una crisis, los inversionistas posiblemente hayan respondido a los problemas de un mercado emergente comprando activos en otro, es decir, mediante la rotación de activos en lugar de la venta en bloque (Mauro & Yafeh, 2007).

En los últimos años se ha incrementado el conjunto de activos bajo gestión en el sector de Fondos de Inversión Alternativa. Este incremento ha ido de la mano de un mayor interés por parte de los inversores en este tipo de fondos, lo cual ha incrementado el volumen de los mismos. Esto ha hecho que algunos de estos fondos tengan impacto notorio sobre el sector financiero en su conjunto. Dicho impacto hace que se relacionen los Fondos de Inversión Alternativa con las crisis financieras. Este debate se agravó

cuando en 1998 quebró el fondo Long Term Capital Management y se empezó a estudiar el impacto que tienen este tipo de fondos en el mercado financiero y el riesgo sistemático que presentan (Brun Lozano, 2006).

Una vez que hemos mencionado los anterior, no debemos dejar de lado uno de los objetivos más importantes en este campo como lo es la política monetaria. Su objetivo principal, como mencionan diversos autores entre los que podemos destacar a Girón (2010), es lograr la estabilización de la economía monetaria sin objetar la teoría del ciclo económico y la hipótesis de la inestabilidad financiera. Puesto que a los períodos de largo crecimiento les suceden otros de inestabilidad económica y financiera. Por tanto, una política monetaria que supone controlar los ciclos económicos desde la perspectiva de que el dinero cae desde el helicóptero, lleva a una economía monetaria a agudizar la crisis.

6.2. LA CRISIS SUBPRIME Y LOS HEDGE FUNDS.

A modo introductorio es necesario hacer referencia a la crisis de las hipotecas subprime, en la cual se postula el verdadero origen de la crisis. Este punto puede parecer ajeno a nuestro tipo de fondos, sin embargo es cierto que estos fondos han cobrado protagonismo dentro de las hipotecas subprime siendo partícipes de este tipo de mercados en su momento álgido.

Como mencionó Blackburn (2011), *“en el verano de 2007 muchos bancos de Estados Unidos y Europa se vieron afectados por el hundimiento del valor de los títulos con garantía hipotecaria que había creado y componían una parte importante de su patrimonio. La morosidad generó una crisis de crédito, debido a que las instituciones financieras como respuesta comenzaron a acumular caja y elevar las exigencias para prestar a las demás instituciones. La gestión del riesgo sistémico, presentaba serias deficiencias sobre todo a partir del año siguiente. Esto fue debido en buena medida a que las instituciones financieras de las que constituyen el corazón del sistema habían hecho uso de un sistema bancario secundario opaco para ocultar gran parte del riesgo”*.

Dentro de este sistema bancario opaco, los bajos tipos de interés estadounidenses fueron muy lucrativos para la banca, permitiendo la asunción de más deuda y el aumento del volumen de negocio. Todo ello hizo patrocinio a los Hedge Funds, elaborando instrumentos financieros de las propias entidades basados en las hipotecas. Este tipo de apuestas se apalancaron en deuda extra, mientras los bancos de inversión y los Hedge Funds, se endeudaban para comprar activos con valores que suponían hasta treinta veces el valor de su capital. Protagonizando la crisis y convirtiéndose en los actores altamente apalancados y frecuentemente endeudados. La presencia de niveles de capitalización tan elevados y engañosos en tanto que escondían problemas derivados de la frenética actividad crediticia fuera de su propio balance, con apalancamiento invisible y pasivos calificados como activos, se puso de manifiesto cuando los bancos se vieron obligados a reconocer su colapso. Lo cual los llevó a formar SIV⁶, conduits⁷ y Hedge Funds patrocinados por ellos mismos. Esto generó gran optimismo o incluso verdadera fantasía. Pero cada cierto tiempo los contables tienen que seguir el criterio del <<valor actual del mercado>>, momento a partir del cual se truncó dicho optimismo (Blackburn, 2011).

Como menciona Blackburn (2011), los propios bancos se endeudaban para comprar a los prestamistas de subprimes, porque eso les daba acceso a los activos basura, que era lo más deseado en aquel entonces. Habían descubierto como limitar su riesgo, titulizando deudas de poca calidad y vendiéndolas a sus clientes. La deuda con mayor riesgo era mucho más rentable que la buena, porque esta última era más cara y no puede valer por encima de la par. Además, el optimismo respecto a las previsiones de cobro y la ingenuidad de las finanzas estructuradas condujeron a altos precios de reventa. De este modo, los bancos y los Hedge Funds habían aumentado el margen para hacer lotes de CDO⁸, de manera que supuestamente diversificaban y aseguraban el riesgo.

⁶ Vehículo de inversión estructurado: la financiación estructurada está relacionada con un grupo de complejos instrumentos y mecanismos financieros, y aunque resulta difícil proporcionar una definición sencilla y universal podría describirse, en un sentido amplio, como la reestructuración de flujos de efectivo que pueden transformar las características de riesgo, rentabilidad y liquidez de carteras financieras (Issing, 2005).

⁷ Conduits: fondos de inversión paralelos creados por los bancos para comprar las hipotecas subprime a las familias. La regulación permitía que el banco creara un conduit, que éste pidiera un crédito en el mercado interbancario y lo utilizara para comprar las hipotecas del propio banco. De este modo el banco ya no tenía ninguna hipoteca en su balance, sino que tenía ese importe como valor en efectivo (Sala I Martin, 2011).

⁸ Los CDO (Collateralized Debt Obligation) son intereses titulizados en fondos de activos (generalmente no hipotecarios). Los activos (denominados Collateral) son generalmente préstamos o instrumentos de deuda.

Durante todo este tiempo los grandes bancos no encontraban suficientes hipotecas para alimentar sus cadenas de producción de CDO. Pero debido a la elevada complejidad de estos, se generaban nuevos riesgos. A pesar de ello había una gran demanda de este tipo de productos por parte de los Hedge Funds porque les atraía el hecho de que aparecieran acompañados de impresionantes calificaciones crediticias, permitiéndoles además poder hacer uso de estos para el refuerzo de su activo.

Con el inicio de la crisis subprime, la cual no se desató de golpe, los CDO pasaron de ser firmemente rentables a convertirse en fuentes de pérdidas. En este contexto, los bancos tenían que hacer frente a sus obligaciones con los tenedores de ese papel que habían emitido en su nombre y que ahora nadie quería comprar. Muchos son los autores que creen que este comportamiento por parte de los intermediarios financieros contribuyó a la burbuja hipotecaria estadounidense. Comenzando en este momento una caída generalizada de los niveles de crédito. Por consiguiente, los Hedge Funds que también habían adquirido este tipo de productos se vieron notablemente perjudicados. De este modo podemos observar que los Hedge Funds, como mencionan diversos autores entre ellos Blackburn, se han visto afectados por este tipo de productos, cuando su objetivo principal era adquirirlos con la finalidad de reducir el riesgo de sus carteras, puesto que inicialmente este tipo de activos se encontraban valorados como activos de bajo riesgo y alta solvencia. Hasta que con el inicio de la crisis, este tipo de productos de los cuales nadie quería ser partícipes perdieron gran parte de su valor y todo su atractivo.

Sánchez-Calero y Tapia Hermida (2013) mencionan que es necesario aclarar que no ha existido tanto un problema de crisis de crecimiento de los Hedge Funds que salvo casos puntuales han seguido incrementando su importancia, sino un problema de

Un CDO puede ser una CLO (Collateralized Loan Obligation) o una CBO (Collateralized Bond Obligation) en función de si tiene, respectivamente, préstamos o bonos. El inversor que compra un CDO, soporta el riesgo de crédito del Colateral. En la estructura del CDO hay diferentes tramos de títulos, ofreciendo a los inversores diferentes vencimientos y riesgos de crédito. Estos tramos son clasificados como Senior, Mezzanine y Equity de acuerdo con la diferente exposición al riesgo de crédito; esta clasificación se denomina Seniority. Si existiera alguna insolvencia el calendario de pagos de la deuda Senior tiene preferencia sobre el tramo Mezzanine, el calendario de pagos de éste, tiene preferencia sobre el tramo del Equity. El tramo Senior tiene una calificación crediticia que va desde la A hasta la AAA. Para el tramo Mezzanine, la calificación está en torno a la BBB, pero no por debajo de B. Un CDO es creado por un Sindicato Bancario, generalmente, a través un SPV (Special Purpose Vehicle) que contendrá el Colateral y los activos emitidos. El Sindicato Bancario suele incluir bancos e instituciones financieras. Los gastos asociados al SPV se sustraen de los flujos de caja generados por el activo subyacente del CDO. A menudo, el Sindicato Bancario retiene el tramo del Equity (García Estévez, 2011).

determinar en qué medida estos fondos han provocado el estallido de la crisis financiera global o han contribuido a su desarrollo y si es posible regularlos y, en su caso, cómo hacerlo para evitar que provoquen siniestros financieros puntuales que dañen a los inversores que acuden a ellos y contribuyan a incrementar el nivel de riesgo sistémico del mercado.

Por otro lado, Vanoli (2008) añade otra cuestión que afectó a este tipo de fondos con posterioridad al comienzo de la crisis. Cuando la economía estadounidense comenzó a recuperarse, la Fed puso en marcha una serie de subas escalonadas de la tasa de interés de referencia con el objetivo de contrarrestar la inflación creciente. Consecuentemente, aumentó el nivel de morosidad en los créditos hipotecarios, muchos otorgados a tasa variable y se desató la caída en el precio de las propiedades. Esto sumado a que algunos Hedge Funds comenzaron a exhibir pérdidas, provocó que los inversores salieran de sus inversiones de alto riesgo, para comprar bonos del Tesoro considerados activos “libres de riesgo”. Además, la demanda de efectivo provocó que muchos de estos fondos salieran a deshacer sus posiciones en estos activos, teniendo que vender también sus mejores activos al no poder afrontar la demanda de efectivo por parte de los inversionistas.

Pudiendo observarse que los Hedge Funds, han contribuido a la crisis financiera global en dos sentidos: macroeconómico, porque el uso por su parte de técnicas de apalancamiento financiero ha contribuido a incrementar la burbuja de liquidez y, a la postre, el riesgo sistémico del mercado; y microeconómico, porque el fallo en atender a sus compromisos ha dañado directamente, bien a las entidades financieras que le daban contrapartida o bien a los inversores que acudieron a ellos para comprobar como sus ahorros se volatilizaban. Por ello el papel que estos fondos han desarrollado en la crisis financiera ha puesto de manifiesto los riesgos específicos que afectan a los inversores que participan en ellos y los abusos que pueden cometer sus gestores. De ahí que exista un consenso internacional sobre la necesidad de regularlos y supervisarlos.

Debido a esa situación de desregulación, en Estados Unidos a principios del 2009, el presidente Obama, a la vez que anunciaba nuevas medidas para afrontar la crisis, expresaba la necesidad de comenzar los cambios en la regulación y en las instituciones con la finalidad de mitigar o evitar los efectos de posibles crisis futuras. En verano de ese mismo año, el Tesoro estadounidense publicó un documento titulado “Financial

Regulation Reform: a new foundation”, en el que se recogían de forma más elaborada los principales cambios que debían acometerse. A diferencia de la estrategia seguida por los países europeos, en Estados Unidos se pretendió abordar una transformación global que alcanzase la mayor parte de los aspectos del sector financiero. Las primeras iniciativas para plasmar estos cambios se observaron a finales del 2009, cuando el Congreso aprobó una propuesta de nueva legislación, denominada «Wall Street Reform and Consumer Protection Act». Por su parte, el 20 de mayo de 2010 el Senado aprobó su propia propuesta, denominada «Restoring American Financial Stability». Ambas presentaban diferencias significativas en cuanto al nuevo marco de supervisión y regulación. Además, dado el profundo calado de estas propuestas, se generó un elevado grado de incertidumbre regulatoria, que contribuyó a la parálisis del funcionamiento de algunos mercados de financiación. Por ello, se hizo particularmente apremiante un proceso de coordinación entre ambas cámaras para elaborar una propuesta conjunta. La propuesta final, fue la Dodd- Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, mencionada anteriormente (González Mota & Marqués Sevillano, 2010).

Según estos autores las metas que perseguía dicha propuesta final se pueden resumir del siguiente modo:

- Simplificación del marco regulatorio y supervisor, tratando de plantear un marco regulatorio y de supervisión más sencillo, donde se asignen las responsabilidades de forma clara y concreta, y en el que se evite que haya entidades cuya actividad caiga fuera del perímetro de la regulación o de la supervisión.
- Planteamiento de medidas para poder intervenir entidades sistémicas que poseen bajos incentivos para reducir el riesgo por parte de sus gestores, limitando la naturaleza y el riesgo de su actividad.
- Evitar costes a los contribuyentes, estudiando iniciativas para que los rescates de las entidades no se financien con fondos de los contribuyentes.
- Proteger al consumidor, controlando los productos y las condiciones que ofrecen los servicios financieros, fomentando la educación financiera.
- Mercados financieros eficientes, creando un marco en el que se reduzca la posibilidad de episodios de burbujas financieras. Tratando de mejorar la solvencia y la transparencia de las entidades y favoreciendo que los gestores

de estas tengas mayores incentivos de largo plazo a la hora de tomar decisiones.

A este respecto, diversos autores Correa, Girón, Guillén e Ivanova (2011) también defienden que este tipo de fondos se caracterizan en general por estar muy desregulados y altamente apalancados, estando su interés en el arbitraje de acciones, bonos de gobiernos locales y municipales, papel comercial, bonos corporativos y todo tipo de títulos, incluso aquellos que no tienen una circulación en los mercados, instrumentos sobre índices y otros instrumentos derivados. Por el volumen de recursos que manejan, son entidades especialmente importantes para la formación de mercado, junto con los fondos mutuos. Al mismo tiempo, el desenvolvimiento de los diferentes episodios de la crisis iniciada en el verano del 2007 ha mostrado que son especialmente sensibles a la contracción del crédito.

6.3. EL CASO LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT Y LOS HEDGE FUNDS.

Este fondo de inversión nació en 1994 de la mano de John Meriwether. Su estrategia se basaba en el estudio de la correlación entre el bono nacional norteamericano con los demás bonos nacionales. De este modo, el fondo invertía en el diferencial de tipos de interés entre el bono norteamericano y los demás bonos nacionales. En los dos años siguientes, esta estrategia le revertió rentabilidades del 40%, permitiendo al fondo crecer hasta los 7.000 millones de dólares en 1997. Debido a su gran tamaño y a su apalancamiento controlaba el 5% del mercado de renta fija mundial. En 1998 el diferencial de tipos del bono ruso con el americano aumentó, lo que hizo que el fondo invirtiese al alza. Pero en Agosto de ese año el estado ruso se declaró en suspensión de pagos lo que llevó a una fuga a la calidad haciendo que el bono ruso bajase y el americano incrementase su valor, todo lo contrario de lo esperado. Este hecho junto con el elevado apalancamiento provocó la intervención de la Reserva Federal de Estados Unidos para evitar el colapso del sector financiero (Brun Lozano, 2006).

En este momento los mercados estaban en una frágil situación durante el colapso de este fondo. La suspensión de pagos por parte de Rusia hizo que los inversores deshicieran posiciones en los mercados emergentes para comprar en mercados desarrollados, lo que provocó un efecto cadena, en unos mercados que nunca antes habían estado correlacionados. Los autores concluyeron que existía la necesidad de hacer más efectiva la regulación en el sector financiero. El 14 de noviembre de 1998 un artículo de la revista *The Economist* publicado con el título “Riesgo de gestión: demasiado inteligente” indicaba que el mecanismo utilizado por este fondo para controlar el riesgo, no fue el indicador adecuado para esta finalidad. Después de la crisis de este fondo el sector se vio afectado. Por un lado, la mayor regulación y el mayor rigor interno a la hora de medir riesgos hicieron que el sector estuviera más controlado. Por otro lado, la aversión por parte de los inversores a este tipo de fondos hizo que los gestores pusieran de manifiesto que los riesgos en la gestión estaban sumamente controlados mediante diversas técnicas de control (Brun Lozano, 2006).

La evolución de estos vehículos de inversión ha estado ligada a las secuelas de esta crisis, aunque una cierta pérdida inicial de la industria derivó en una actitud de mayor prudencia. Siendo cierto que este caso causó un gran impacto en este tipo de inversiones como hemos podido contrastar. En cambio, existe cierto consenso sobre que en los últimos cien años las dos grandes crisis financieras que han sufrido las economías desarrolladas han sido la de 1929 con el crack de la Bolsa de Nueva York y la que convencionalmente se data en 2008, surgida tras la quiebra de Lehman Brothers. Ambas crisis tuvieron su origen en Estados Unidos y han causado las dos mayores respuestas legales que han implicado la reforma en profundidad de los mercados de valores existentes (Pala Laguna, 2012).

De este caso se pueden extraer algunas lecciones muy importantes, que pueden servir para evitar posibles casos similares en el futuro.

Figura 11. Lecciones del caso LTCM para los Hedge Funds.



Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV.

El excesivo apalancamiento fue uno de los detonantes de este caso, que sumado al deficiente control de riesgos en un producto caracterizado por un riesgo elevado y teniendo en cuenta también las deficiencias presentes en las entidades que prestaban financiación, dieron origen al caso en cuestión. Sin embargo, el conocimiento oportuno por parte de los reguladores y una adecuada coordinación entre estos y las contrapartes afectadas, dieron paso a una rápida intervención que evitó que el riesgo se contagiara a todo el sistema financiero.

Por lo tanto, sería conveniente limitar más el apalancamiento a fin de evitar problemas de este tipo. Y también, una mayor exigencia de información como hemos mencionado anteriormente, puede ser crucial para poder atajar a tiempo situaciones similares en un futuro. Siendo para ello necesaria esa mayor regulación que hemos mencionado anteriormente, la cual existe un consenso sobre su gran necesidad.

6.4. EL ESCÁNDALO MADOFF EN LA INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS.

Bernard L. Madoff, fue ex-presidente de Nasdaq y uno de los inversores más activos de los últimos 50 años. Siendo considerado el gestor favorito de los ricos de Florida y Manhattan, gestor “único” de una de las mayores estafas financieras (junto con el conocido caso Enron). Fue detenido por el FBI tras confesar que su negocio era un “esquema Ponzi⁹ gigante”, según Análisis Global (2009). *“Este negocio, habría causado pérdidas de 50.000 millones de \$ (aproximadamente 37.500 millones de €) a sus clientes. Madoff era propietario de Madoff Investment Securities (BMIS) asesoramiento e intermediación bursátil. Desde su creación por Madoff en 1960, BMIS ha llevado a cabo el comercio y el mercado de las actividades de los agentes-corredores, bancos e instituciones financieras. En las dos últimas décadas, Madoff, además se ha especializado en operar con acciones, crear mercados y aconsejar a inversores acaudalados, instituciones, escuelas y organizaciones benéficas”.* (Análisis Global, 2009).

Según Mackintosh (2008), del dinero que captaba sólo una parte era invertida y el resto era utilizado para pagar los rendimientos que se habían prometido a los inversionistas. A través de este sistema, el prestigio financiero adquirido por Madoff mantuvo el negocio durante muchos años. Sin embargo, la crisis financiera internacional redujo la entrada de nuevos inversores, lo cual precipitó el colapso del sistema. Las víctimas principales de este caso fueron bancos, grandes empresas, fondos de inversión, fundaciones de caridad y personajes acaudalados, debido al perfil determinada de inversores de este tipo de fondos. Las autoridades supervisoras estadounidenses nunca encontraron nada sospechoso pese a haber recibido numerosas advertencias y denuncias a lo largo de los años. Asimismo, las grandes sociedades auditoras encargadas de

⁹ Carlo Ponzi fue un delincuente italiano especializado en estafas. El término “esquema Ponzi” fue acuñado por una estafa suya y hoy en día es la descripción de cualquier estafa que paga a los primeros inversores ganancias de las inversiones de los inversores posteriores.

supervisar los fondos de Madoff, tampoco emitieron ningún tipo de advertencia sobre los riesgos implícitos presentes.

Sin embargo, en 1992, la CNMV le abrió una investigación, pero no encontró ninguna irregularidad. A pesar de que algunos operadores del mercado sospechaban de él, dado que era capaz de mantener el rendimiento de sus fondos incluso cuando el resto del mercado se hundía, según informa Castillo (2014).

Pero, si existían ciertas sospechas de engaño, ¿cómo se pudo mantener dicha estafa piramidal durante tanto tiempo?. Análisis Global (2009), trata de explicar dicha cuestión a partir de la estrategia de inversión que supuestamente empleaba. Se conoce como Split strike conversión¹⁰ y consiste en comprar acciones de grandes compañías y opciones de esos títulos. De este modo es posible ganar dinero tanto en mercados en alza como en mercados a la baja. Un sistema que no era nueva en banca de inversión, pero Madoff, a través de su firma Fairfield Greenwich Group, con oficina también en Madrid, ofrecía rentabilidades garantizadas entre el 8% y el 12%, pasase lo que pasase en Bolsa. Algo que podría parecer cuanto menos sospecho, ya que beneficios seguros con bajo riesgo y un prestigioso inversor, suelen ser extraños, más aún con las rentabilidades ofrecidas. Por ello, los analistas dicen ahora que todo era demasiado bonito para ser verdad, siendo lo más llamativo que Madoff nunca explicó cómo lo conseguía, ni detalló los activos por él manejados.

Otra de las preguntas al respecto será la de quién descubrió o cómo se descubrió dicha trama, si como se menciona anteriormente las entidades supervisoras no fueron capaces de detectar el fraude. En este punto, el descubrimiento de la trama viene por parte de los propios hijos de Madoff, ejecutivos de la firma. Puesto que este les habló, según

¹⁰ “Esta estrategia consiste en tres carteras: 1. Una cartera de acciones altamente correlacionadas con un índice, que en el caso de Madoff el S&P 100 de la bolsa USA. 2. Venta de opciones Call cuyo ejercicio inmediato no interesa por provocar pérdidas, sobre el índice S&P 100 con un valor notional similar al de la cartera de acciones adquirida. Permitiendo ingresar dinero de inmediato a costa de poner un “techo” a las ganancias con las acciones. El dinero ingresado se dedica a financiar la compra de las opciones mencionadas anteriormente. 3. Compra de opciones Put en la misma situación que las Call. Protegiendo la cartera en caso de una caída del mercado. La compra de las Put combinada con la venta de las Call se denomina generalmente como “Collar” o “Bull Spread”” (Lamothe, 2009).

El objetivo de esta estrategia era proteger las carteras de posibles descensos en las cotizaciones. Oficialmente Madoff seguía esta estrategia a corto. El resto del tiempo la cartera se mantenía en activos monetarios, lo cual, según Lamothe (2009), generaba numerosas inconsistencias que debieron ser analizadas.

Pozzi (2008), de 37.470 millones de euros, a pesar de que solamente el fondo Fairfield había puesto en sus manos 5.620 millones de euros de sus clientes, lo cual generó muchas preguntas que aún no han sido respondidas.

En su caída removió los cimientos de las finanzas mundiales, con pérdidas multimillonarias. La onda expansiva de Madoff también se sintió en España. Según El Confidencial (2008), BBVA reconoció unas pérdidas de 300 millones de euros por su inversión en productos de Madoff. Mientras tanto el Santander, a través de su fondo Optimal Strategic, según indica Cotizalia (2008), elevó su exposición por encima de los 2.000 millones de euros. Otro dato interesante, según Castillo (2014), es que algunas gestoras como La Caixa, Popular, Consulnor, Banque Syz y Credit Suisse salieron de los fondos afectados unas semanas antes de que estallase el escándalo.

Finalizando la cuestión de este caso, todavía hay cuestiones desconocidas por la mayor parte de la población, algunas de ellas aún pendientes en este caso. Smith (2013) menciona algunos de los puntos más importantes en este aspecto:

- Solo una fracción de las miles de víctimas de Madoff han recuperado todo su dinero.
- Incluso ahora, nadie sabe cuándo empezó la operación Madoff.
- Madoff en realidad no robó 65.000 millones de dólares. En realidad fueron 20.000 millones en fondos principales que fueron invertidos con él. Sin embargo, su empresa generó estados de cuenta diciéndole a los inversionistas que habían ganado devoluciones que les daban un valor de 65.000 millones.
- Los abogados se han embolsado más o menos 800 millones de dólares al tratar de arreglar el desastre ocasionado por Madoff.

Una vez desatado el escándalo, los medios de comunicación hicieron especial hincapié en el peligro que podrían ocasionar en la industria de Hedge Funds en general, como podemos observar en este artículo: "Mientras tanto, en el mundo financiero se teme por el daño que este caso pueda hacer a la industria de los Hedge Funds, porque representa un ataque directo a la confianza de muchos inversores, que se lo pensarán dos veces antes de jugar su dinero y pondrán en cuestión el valor de los fondos. "Es desafortunado que esto pueda haber durado tanto tiempo sin que nadie tuviera la mínima idea de lo que

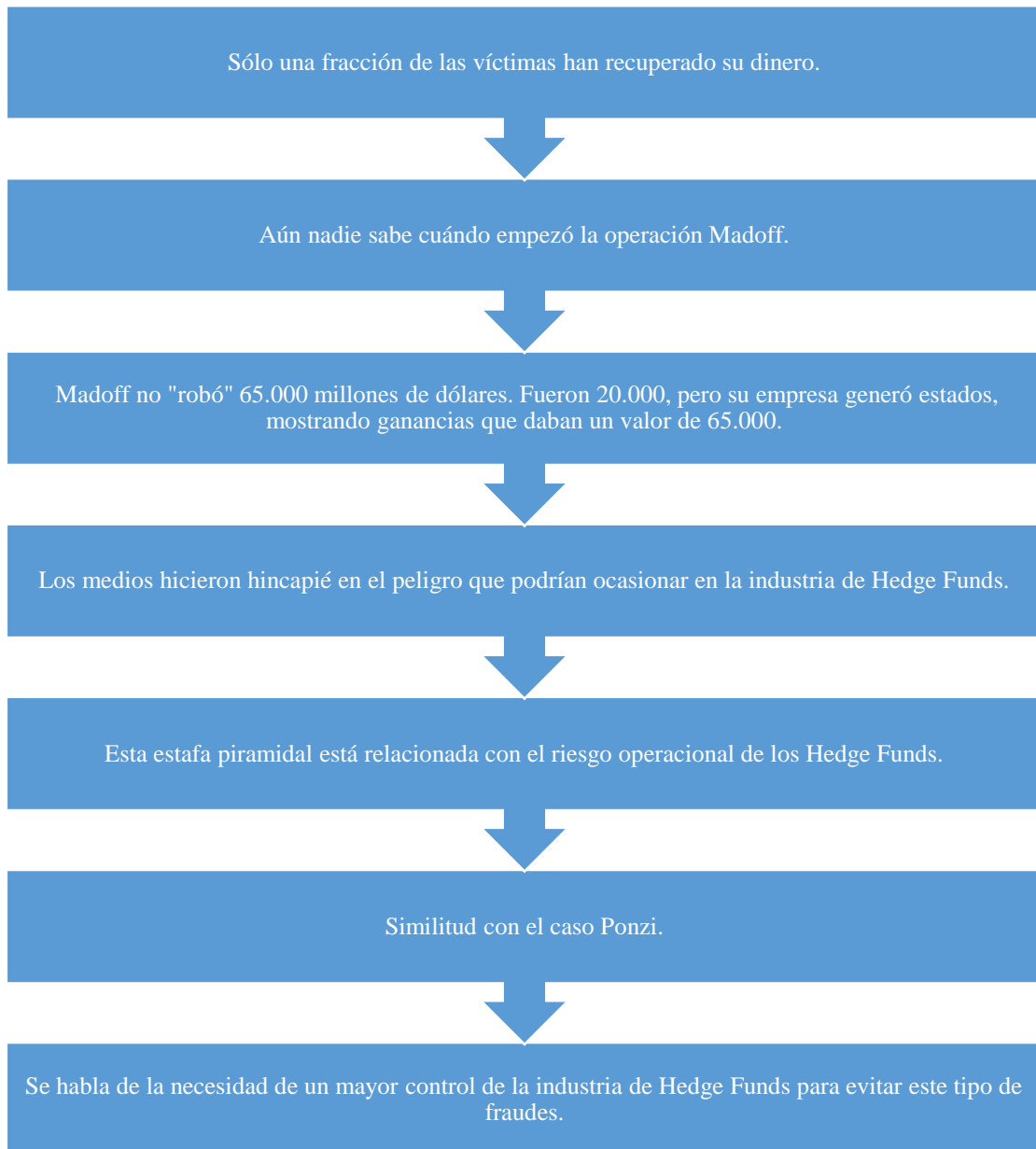
pasaba", señala Harvey Pitt, ex presidente de la SEC. Y el momento en el que salta este escándalo, como señalan desde BarclayHedge, "no puede ser peor" para el sector, que sobrevive a duras penas a la crisis que arrancó precisamente con el colapso, en el verano de 2007, de dos fondos especulativos de Bear Stearns, la primera víctima del terremoto provocado por las hipotecas basura" (Pozzi, 2008).

Por todo este conjunto de operaciones que generaron la "estafa piramidal", es necesario hacer referencia de nuevo al riesgo operacional de los Hedge Funds para este caso en concreto, debido a la especial importancia que tuvo en el mismo. Ya que algunos autores defienden que si este se hubiese controlado, como menciona Lamothe (2009), con un proceso simple de diligencias debidas habría detectado múltiples factores que aumentaban de forma considerable el riesgo operacional de las inversiones en Madoff. Lamothe (2009) menciona de este modo la necesidad de realizar controles periódicos para verificar los siguientes aspectos:

- Cumplimiento normativo por parte del fondo.
- Valoración de posiciones y procedimientos de cálculo del valor liquidativo del fondo.
- Procedimientos de información a los clientes.
- Infraestructura y recursos de la gestión de riesgos.
- Capacidades de auditoría y control interno, etc.

Estos factores serían básicos para poder detectar fraudes de este tipo, ya conocidos anteriormente con la referencia mencionada con anterioridad del caso Ponzi. De este modo, el escándalo Madoff ha dejado algunos aspectos clave que relacionan los efectos de una mala gestión de este tipo de fondos.

Figura 12. Aspectos clave del caso Madoff.



Fuente: Elaboración propia.

7. HEDGE FUNDS EN EUROPA VS ESTADOS UNIDOS.

Según López de Prado e Illera (2004), es necesario mencionar las diferencias entre Estados Unidos y el resto de países en lo que respecta al perfil del inversor. De este modo podemos destacar que en el caso de Estados Unidos el capital privado todavía sigue jugando un papel de gran importancia. Esto es debido a que en el resto del mundo aún existe un gran número de potenciales inversores futuros que por el momento desconocen este tipo de productos, pero una vez que entren en este mercado, el porcentaje de inversores individuales se verá incrementado notablemente.

Por otro lado, cabe destacar que el perfil de riesgo del inversor particular americano es inferior al del resto de inversores mundiales. Si bien en Estados Unidos este tipo de fondos surgen a partir de inversores privados, es en el resto del mundo donde adquieren el protagonismo las entidades privadas. En cambio, la legislación estadounidense es mucho más estricta con las instituciones que acceden al mercado que con los individuos particulares, surgiendo de este modo cierta asimetría entre particulares e instituciones. Además de todos estos factores condicionantes, el volumen de fortunas particulares en Estados Unidos es superior al del resto del mundo, lo cual conlleva una mayor inversión global en todo tipo de productos financieros.

En lo que respecta a la localización de este tipo de fondos, una gran parte se encuentra en Estados Unidos, donde se sitúan los más rentables a nivel mundial. En el siguiente gráfico podemos observar el ranking de los 20 Hedge Funds más rentables en el año 2014, ordenados por la rentabilidad obtenida por cada uno de ellos. También podemos observar quién es su gestor y la firma a la que pertenece lo cual nos indica el lugar en el que se encuentran dichos fondos. Pudiendo observar que se cumple esta situación y que sin embargo, solo hay uno entre esos veinte que se encuentra situado en Europa, a excepción de los situados en el Reino Unido, lo cual no es significativo a nivel global, ya que la City londinense es un caso particular de este tipo de inversiones en Europa. Siendo este enclave el único de gran relevancia en el entorno de la Unión Europea. Lo cual nos puede indicar que las políticas de inversión de este país difieren en buena medida de las del resto de países europeos.

Es el caso de un fondo francés el único a excepción de los mencionados anteriormente que sí aparece dentro de esta tabla, situado concretamente en el puesto número 15, muy lejos aún de los líderes estadounidenses. A estos hasta el momento, ni siquiera los londinenses han logrado superarlos en lo que a rentabilidad se refiere. Como podemos observar a continuación.

Tabla 3. Los 20 Hedge Funds más rentables.

	Fondo	Empresa de gestión	Localización	Beneficio (m.\$)
1	Viking Global Equities	Viking Global Investors	Estados Unidos	573.3
2	Millennium International	Millennium Mgmt.	Estados Unidos	389.5
3	Citadel Wellington	Citadel Advisors	Estados Unidos	376.1
4	Pershing Square International	Pershing Square Capital Mgmt.	Estados Unidos	362.3
5	D.E. Shaw Composite	D.E. Shaw Group	Estados Unidos	248.4
6	Tiger Global	Tiger Global Mgmt.	Estados Unidos	240.8
7	BZC Investment Partners	BlueZone Capital Mgmt.	Bahamas	201.1
8	Glenview Capital Partners	Glenview Capital Mgmt.	Estados Unidos	192.3
9	The Children's Investment	The Children's Invst. Fund Mgmt.	Reino Unido	180.3
10	Triam Partners	Triam Fund Mgmt.	Estados Unidos	165.6
11	Winton Futures	Winton Capital Mgmt.	Reino Unido	161.1
12	Citadel Global Equities	Citadel Advisors	Estados Unidos	159.9
13	King Street Capital	King Street Capital Mgmt.	Estados Unidos	153.0
14	Elliot Associates	Elliot Mgmt.	Estados Unidos	146.9
15	Stratus	Capital Fund Mgmt.	Francia	139.5
16	AHL Evolution	AHL Partners	Reino Unido	133.4
17	Lansdowne Developed Markets	Lansdowne Partners	Reino Unido	127.3
18	Goldman Sachs Invst. Partners Offshore	Goldman Sachs Asset Mgmt.	Estados Unidos	126.5
19	Dymon Asia Macro	Dymon Asia Capital	Singapur	124.0
20	TwoSigma Spectrum Cayman	TwoSigma Investments	Estados Unidos	120.2

Fuente: (Bloomberg, 2015).

Sin embargo, si centramos el estudio en el tamaño de estos fondos, existen notables diferencias con respecto a la rentabilidad anterior. En este caso se trata de un fondo irlandés el que ocupa la primera posición en lo que a volumen respecta. Seguido de dos fondos estadounidenses y de otros tres londinenses, lo cual indica que sí existen fondos de gran volumen en Londres. Pudiendo observarse que sí es cierto que un mayor

volumen no refleja una mayor rentabilidad, como hemos mencionado anteriormente. Siendo por tanto el gestor o equipo de gestión, los verdaderos protagonistas de esa rentabilidad.

Tabla 4. Hedge Funds más grandes en 2014.

Posición	Firma	Localización	Activos de los Hedge Funds suministrados, billones \$.
1	Bridgewater Associates	Westport, Irlanda	88.9
2	JP Morgan Asset Mgmt.	Nueva York	62.9
3	Och-Ziff Capital Mgmt.	Nueva York	47.1
4	Man Group	Londres	40.9
5	Brevan Howard Asset Mgmt.	Londres	37.0
6	AQR Capital Mgmt.	Londres	35.1
7	D.E. Shaw & Co.	Nueva York	34.0
8	BlackRock Advisors	Nueva York	32.8
9	Baupost Group	Boston	28.8
10	Winton Capital Mgmt.	Londres	28.0

Fuente: Elaboración propia partir de Bloomberg.

Sorprendentemente, no coincide ninguno de los fondos situados en los primeros puestos, con la clasificación anterior de rentabilidad. Lo cual nos permite confirmar de nuevo que mayor tamaño no es sinónimo de rentabilidad. Lo mismo ocurre con las firmas gestoras de este tipo de fondos, donde las que gestionan un mayor volumen de capital no son las más rentables.

En el caso de Europa, las últimas rebajas de tipos de interés llevadas a cabo por el Banco Central Europeo, hasta situar el tipo en el 0,05% siendo el mínimo histórico, han propiciado un recorte de la rentabilidad de los productos de ahorro en general. Como consecuencia de esta bajada de tipos, los bancos han tenido que reajustar el rendimiento de sus productos, ofreciendo la gran mayoría de ellos a un tipo de interés por debajo del 1%.

Esta rebaja de tipos resta atractivo a los activos de tipo más conservador por lo que según aconsejan muchos expertos financieros, como es el caso de Bravo Medín (2015), ante esta situación, lo idóneo sería asumir más riesgos invirtiendo en fondos de inversión o acciones si se quiere sacar más rentabilidad al dinero. O simplemente si se quiere tratar de obtener una rentabilidad similar a la que este tipo de productos de tipo más conservador y menor riesgo, estaban ofreciendo antes del estallido de la crisis reciente.

Ya que sí es cierto que en la actualidad, este tipo de fondos ofrece una mayor rentabilidad, también en Europa. A pesar de que los fondos que operan en Europa, no son competitivos hasta el momento con los que radican en Estados Unidos. Lo cual indica que es necesario hacer una selección más exhaustiva si se quieren invertir en fondos de inversión libre europeos. Siendo difícil encontrarlos con unas rentabilidades tan atractivas.

8. INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS EN ESPAÑA.

A finales de 2006, al amparo del nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 13/09/2005, de 4 de noviembre) aparecieron en España las primeras IIC de Inversión Libre (IICIL), también denominados fondos de inversión libre (FIL), y conocidos bajo el nombre de Hedge Funds a nivel internacional (Fundación Inverco, 2010).

El 8 de noviembre de 2006 se registró en la CNMV el primer fondo de inversión libre (FIL), el BBVA Codespa Microfinanzas, cuya política de inversión tiene por objetivo desarrollar a través de sus inversiones la industria microfinanciera, promover el desarrollo sostenible en países en vías de desarrollo y facilitar el acceso a la financiación a pequeños empresarios sin recursos económicos. Tras este primer FIL, los siguientes en registrarse, todavía en 2006, fueron el BBVA & Partners Retorno Absoluto, el fondo Adamantium y el fondo Kaizen (estos dos últimos gestionados por Santander Asset Management) y el Cygnus Long Short Utilities Panaeuropeas de Cygnus Asset Management. A cierre de 2009 el número total de fondos de inversión libre registrados en la CNMV es de 28 y el patrimonio bajo gestión asciende a 479 millones de EUR (Fundación Inverco, 2010).

Cuando Daniel Lacalle habla del caso español (Lacalle, 2013), menciona que en España siguen contando el cuento de que los Hedge Funds son muy arriesgados y nocivos para la economía... en un país donde han triunfado los ladrillazos, las nuevas y viejas rumasas, los bosques naturales, los sellos, las acciones preferentes invendibles, los bonos convertibles de ruina y las cuentas super-seguridad de rentabilidad negativa. De este modo defiende que en vez de torpedear los fondos con regulaciones absurdas e inconsistentes con Estados Unidos, Singapur, Reino Unido, sería muy positivo fomentar su implantación, pues ayudaría a atraer capital, a modernizar la imagen de nuestro sistema económico, a atraer profesionales de alto poder inversor y a crear empleo. Crear un nuevo fondo no debería ser una gesta plagada de escollos, como le ha ocurrido a algún héroe nacional.

Lacalle defiende que estamos en un buen momento para aprovechar este aumento del capital inversor, empezar a diversificar con productos más complejos y atractivos, y acceder a una industria donde el inversor puede encontrar transparencia, exigencia máxima al gestor, diálogo abierto y liquidez.

Sin embargo, existen otras versiones contrarias a este autor que relacionan la crisis de nuestro país con este tipo de fondos, con su comportamiento y con el incremento del capital inversor en los mismos. Como es el caso de algunas publicaciones posteriores a la crisis en algunos medios informativos, las cuales hacen referencia, a la culpabilidad de este tipo de fondos.

Según informa EFE (2010), algunos de los mayores fondos de inversión de alto riesgo (Hedge Funds), habían decidido apostar contra el euro, al inicio de la crisis de la Eurozona en el año 2010. Los responsables de las principales entidades de este tipo, se reunieron, según The Wall Street Journal, a principios de febrero de dicho año en Nueva York para abordar una postura común en contra del euro, confiando que la divisa europea podría caer hasta conseguir la paridad con el dólar. Lo cual veían como una gran oportunidad para hacer dinero según aseguró Hans Hufschmind, directivo de uno de estos fondos, a The Wall Street Journal.

Como menciona Rayón Jerez (2010), en base a la noticia anterior y a noticias similares en relación con este tipo de fondos en la época del 2010, se trataba de especular. Lo que él definió en aquel contexto como gente que quería ganar dinero efectuando operaciones de compra-venta de activos financieros españoles sin importarle nada lo que eran dichos activos. Lo cual podría dar pie a ataques especulativos que restaran atractivo a este tipo de fondos dentro de nuestras fronteras.

A partir de este razonamiento y en base a la explicación anterior de los ataques especulativos, se puede observar la capacidad de “ataque” de este tipo de fondos, los cuales en cierto modo se culpan de la caída de los mercados europeos, y del español en particular. Ya que cuando estos toman posiciones en nuestro país, muchos inversores tratan de realizar sus operaciones en otros mercados, para evitar que se produzca una situación de pánico financiero. Dicha información contradice en buena medida la defensa de este tipo de fondos por parte de Lacalle y de algunos otros expertos como es el caso del comisario de Mercado Interior de la UE Charlie McCreevy.

Según la entrevista del Financial Times, publicada en España por el diario Expansión (2007):

Charlie McCreevy, el comisario de Mercado Interior de la UE, defendía a los Hedge Fund y el capital riesgo, rechazando los ataques sufridos por ambos sectores e insistiendo en que no había motivos para endurecer la normativa que rige sus actividades. *“Los Hedge Fund y el capital riesgo son buenos para el mercado. Han dado una mayor liquidez, aumentado el valor para el accionista y han ayudado a la reconversión e innovación de las empresas. No se ha producido una amenaza para la estabilidad financiera pero si la hubiera, es la función de los reguladores asegurarse de que ningún banco está demasiado expuesta a los Hedge Funds”*.

En este artículo mencionaba que no era ningún riesgo, sin embargo sí que hacía hincapié en que los reguladores deberían asegurarse de que ningún banco se encontrara demasiado expuesto. En esta línea, se puede observar que en cierto modo sí se cumple lo mencionado por los autores anteriores en lo que respecta a los ataques especulativos, cuando el volumen de estos fondos es elevado. Existiendo en España ese riesgo que hemos comentado a nivel mundial.

8.1. PERFIL Y COMPORTAMIENTO DEL INVERSOR ESPAÑOL.

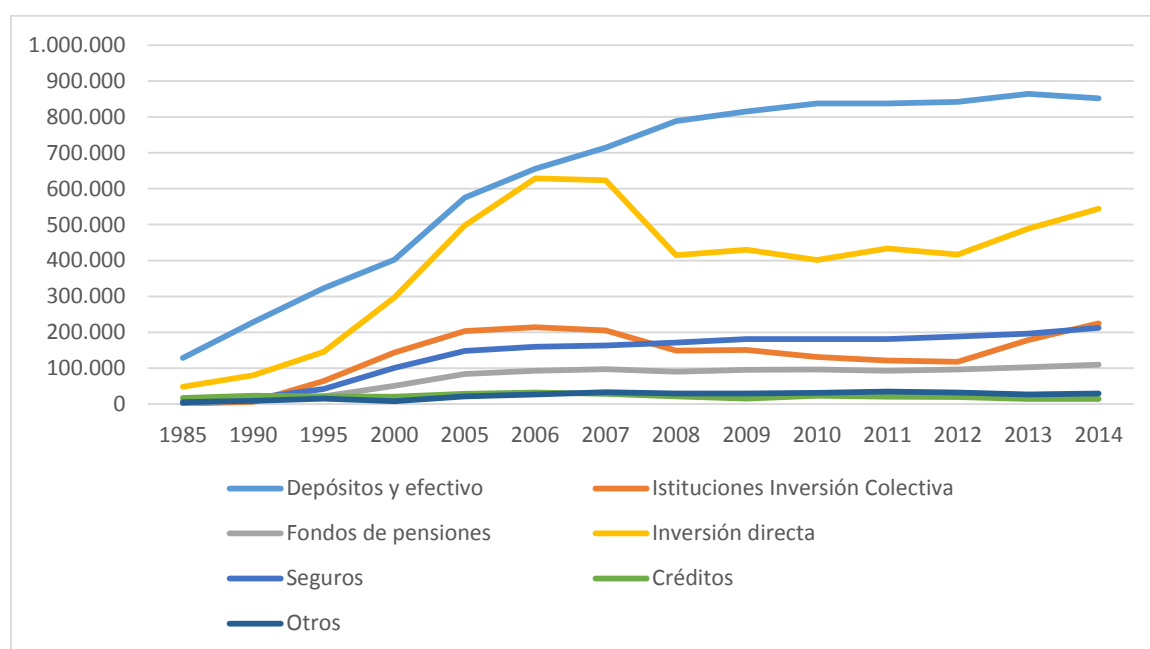
El comportamiento a la hora de invertir de las familias es muy relevante. Puesto que un aumento del ahorro, puede generar una canalización mayor de capital hacia estos productos con la finalidad de obtener cierta rentabilidad y a la inversa. Ya que, a pesar de que en este tipo de inversión, los inversores individuales carecen de protagonismo, sí influyen en el conjunto de la evolución tanto de estos, como en la evolución de los fondos tradicionales.

Pese al cambio de la orientación inversora como respuesta a la bajada de los tipos de interés, se sigue manteniendo la entrada de dinero en fondos de inversión de forma consecutiva. En verano de 2014 el sector de la inversión colectiva en España estaba creciendo a un ritmo muy bueno, llegando a crecer el doble que otros países del entorno, exactamente un 8%, hasta los 194.000 millones, mientras que el resto de Europa en un

3,5%. Si el crecimiento del sector en España destaca frente al del conjunto de la región, aún es más notorio si se compara con el de EEUU. El volumen de IIC al otro lado del Atlántico se incrementó en los tres primeros meses del año 2014 un 1,5% –en moneda local–, hasta los 11,05 billones de euros (15,23 billones de dólares). El inversor norteamericano está más acostumbrado a asumir riesgos, de ahí que más del 50% del patrimonio de estos productos esté colocado en Bolsa, mientras que un 22% se destine a IIC de deuda y un 8,6%, a mixtos. El 17,3% está en liquidez.

(Antón, 2014).

Gráfico 3. Evolución de los activos de las familias españolas, en millones de euros.



Fuente: INVERCO.

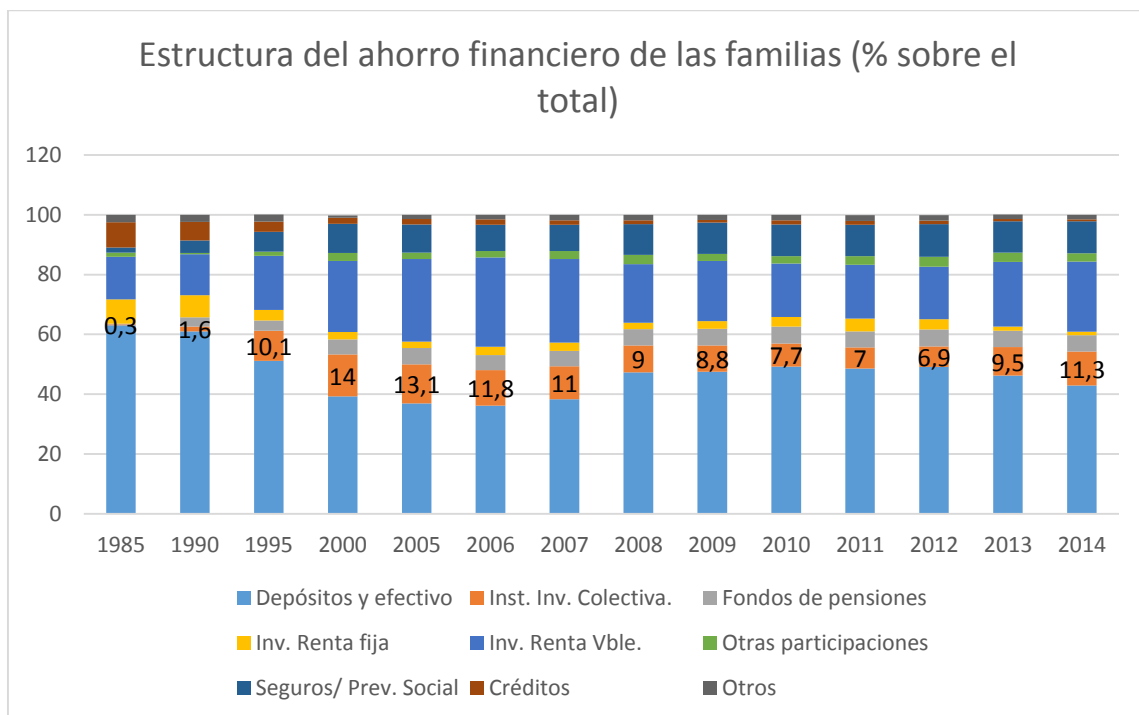
Entre los activos predominantes, observamos que se encuentran los depósitos y el dinero en efectivo, sufriendo una notable evolución hasta nuestros días, a consecuencia de un incremento en la capacidad de ahorro de las familias. En segundo lugar se encuentra la renta variable, más caracteriza por gozar de cierta inestabilidad. Por ello, a pesar de su incremento debido a ese incremento en la capacidad de ahorro, ocupando un peso importante en la cartera, en las épocas de crisis económica sufre notables descensos. Esto puede ser debido en buena medida a sus características de mayor volatilidad, mayor riesgo

y con ello rentabilidad difícil de predecir, que se ve afectada de forma habitual por los cambios en la situación económica como veremos a continuación.

En lo que respecta a la economía española, esta ha sufrido cambios notables a lo largo de los últimos veinte años, siendo los hogares una pieza clave en lo que respecta a la estructura de su ahorro, lo cual es necesario analizar. Según Inverco (2010), antes de la entrada en el euro el comportamiento del ahorro y la inversión en España, no difería significativamente del resto de países europeos, situándose la tasa de ahorro por debajo del 20% del PIB y la tasa de inversión representaba entre el 20% y el 25%. Según dicha fuente, con la entrada en la Unión Monetaria Europea se inicia una senda de crecimiento sostenido de la tasa de inversión, que llega a superar el 30% del PIB en 2007.

Por otro lado el dinamismo del mercado laboral en la última década se ha traducido en crecimientos medios de la renta disponible del orden del 7% anual entre 2000 y 2007 según Inverco (2010). Permitiendo de este modo incrementarse el consumo y el ahorro, lo cual explica un aumento de la inversión. Pero una vez llegados a este punto, es necesario analizar la evolución de ese ahorro a lo largo de estos años, para tratar de explicar en cierto modo el incremento de capital y partícipes en los fondos de inversión.

Gráfico 4. Activos financieros de las familias españolas en porcentaje.



Fuente: INVERCO.

A partir del gráfico anterior, podemos observar una evolución descendente de los depósitos y el efectivo hasta el comienzo de la crisis, puesto que en el 2008 vuelven a romper de nuevo con una tendencia al alza. Lo mismo ocurre con la renta fija, la cual sigue una evolución descendente, que por el contrario no se ha visto incrementada de forma apreciable. Sin embargo, centrando nuestro foco de atención en la renta variable y en las Instituciones de Inversión Colectiva, estas sí que han sufrido alteraciones importantes, casualmente en sentido opuesto a los depósitos y el efectivo. Pudiéndose observar en la etapa pre-crisis un incremento de ambos activos en la cartera de los españoles, que curiosamente con el estallido de la crisis se ve reducido. De este modo, se confirman las teorías mencionadas con anterioridad, donde se mencionaba una caída de la inversión por parte de los particulares en épocas de crisis en lo que respecta a estos dos tipos de activos. Pudiendo confirmarse el supuesto de que en épocas de dificultad económica, la inversión libre también se ve afectada de forma negativa al igual que la renta variable.

En épocas de crisis, se puede observar que los individuos prefieren mantener en efectivo o en depósitos una mayor proporción de la composición de su cartera. Ello puede ser debido a que los depósitos y el efectivo presentan una mayor seguridad, y en las épocas de crisis en las cuales surge el fenómeno anterior del miedo escénico, sumado a la menor rentabilidad (en muchos casos negativa, como hemos podido observar) de la renta variable y de los fondos en general, la diferencia de rentabilidad es pequeña o nula entre el valor de mayor riesgo y el de menor riesgo. De este modo, los individuos prefieren preservar su capital, ya que el riesgo a afrontar no se ve compensado con la rentabilidad obtenida, perdiendo todo su atractivo este tipo de activos, sobre todo por parte de los inversores individuales.

Todo ello se puede observar de forma inversa cuando de nuevo comienza a resurgir la recuperación económica, donde de nuevo los activos de más riesgo vuelven a recuperar parte de su atractivo perdido durante la crisis. Sumado a que en épocas de bonanza el ahorro de las familias también se ve incrementado, con el correspondiente incremento de la inversión. Pudiendo observarse, a partir de datos publicados por el Banco de España, como a finales de 2014 el volumen de activos financieros de los hogares experimentó un incremento del 6,2%. Correspondiendo las tres cuartas partes a la revalorización de las carteras y otro 25% a nuevos flujos. Siendo la Instituciones de

Inversión Colectiva según la Fundación Inverco (2014), las que lideraron el incremento del saldo de activos financieros a lo largo del 2014, mientras los depósitos pasaron a representar de nuevo menos del 40% del total, cosa que no ocurría desde el inicio de la crisis.

8.2. EVOLUCIÓN DE HEDGE FUNDS Y FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA.

En el primer trimestre del año en curso, el patrimonio invertido en Fondos y Sociedades de Inversión en España ha aumentado en 21.966 millones de euros, lo que supone un incremento de un 6,9% con respecto a diciembre del año anterior y se sitúa como el mejor trimestre de su historia. En el caso de las Instituciones de Inversión Colectiva, estas se situaron a finales de marzo en 341.935 millones de euros, mejorando el nivel de octubre de 2007 y muy cerca de máximos históricos. En marzo de este año, las Instituciones de Inversión Colectiva experimentaron un incremento patrimonial de 7.722 millones de euros respecto al mes anterior. Tras veintisiete meses de crecimiento continuado, el volumen de activos de este tipo de instituciones en España ha aumentado en 138.291 millones de euros (67,9% de incremento respecto a diciembre de 2012). El número de partícipes y accionistas se sitúa en 8.807.780, lo que supone un incremento en los tres primeros meses del año de 637.643 nuevos partícipes (un 7,8% de aumento respecto a diciembre de 2014). Desde diciembre de 2012, el número ha aumentado en 3.077.766 (53,7% de incremento en los últimos veintisiete meses) (Caja Viva, 2015).

Con el estallido de la crisis se observa una notable caída en la inversión colectiva, a diferencia de la evolución observada anteriormente. Pudiendo de este modo observar que dicho incremento en este tipo de activos viene dado por las grandes compañías y los inversores institucionales, siendo estos los partícipes mayoritarios en este tipo de inversiones. Sin embargo, un dato importante es el incremento consustancial de los seguros y la previsión social. Si bien es cierto que los inversores particulares, no forman parte a penas de los Hedge Funds, salvo casos muy exclusivos. Este incremento, se puede ver reflejado indirectamente en ese incremento del volumen de capital de este tipo de fondos, debido a que las compañías de dichos seguros sí representan una parte

considerable de los inversores en este tipo de fondos. Por ello, un aumento del capital gestionado por estas compañías, se verá reflejado en un aumento del capital destinado a la inversión por parte de las mismas.

Por otro lado, en relación con lo anterior, se produce un notable volumen de suscripciones netas en Instituciones de Inversión Colectiva, equilibrando las desinversiones realizadas por las familias en renta fija, depósitos y efectivo. Pudiendo observarse dicho comportamiento inverso, en el cual, a expensas de la recuperación económica las cifras de la renta variable y los fondos de inversión en su conjunto vuelven de nuevo a sufrir un notable incremento.

Es necesario analizar la evolución del conjunto de instituciones de inversión, para poder realizar una comparativa entre las anteriores, los fondos de inversión tradicionales y los internacionales, separando el caso concreto de los Hedge Funds con la finalidad de facilitar el análisis. Debido a las diferencias de comportamiento existentes.

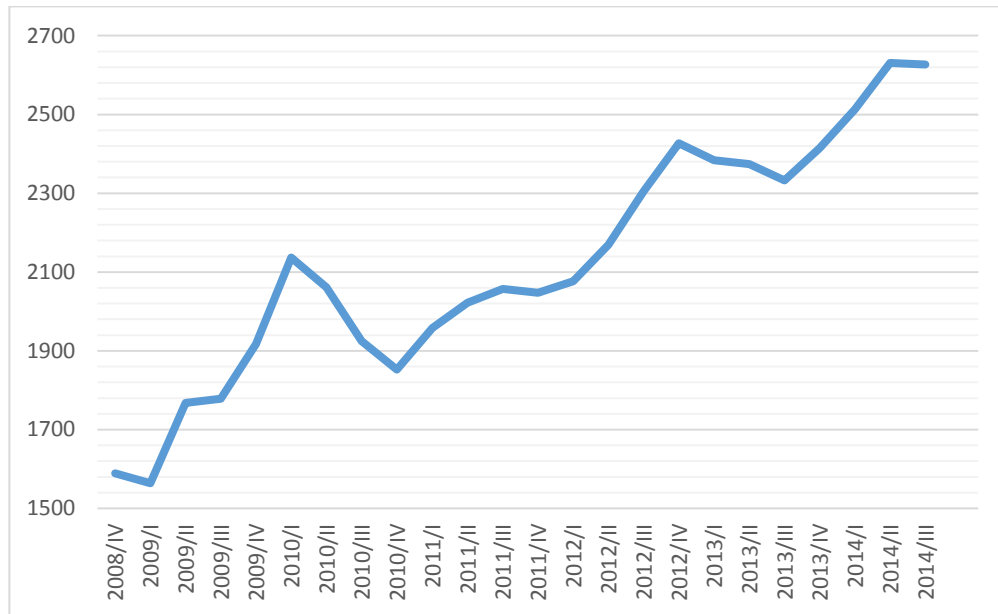
Tabla 5. Comparativa Fondos de Inversión- Hedge Funds, por patrimonio y partícipes						
Tipo	Patrimonio (millones €)			Partícipes/Accionistas		
	may-2015	may-2014	% var.	may-2015	may-2014	% var.
			Año 2015			Año 2015
Fondos de Inversión	221.816,81	174.883.697	13,87	7.359.206	5.729.358	13,56
Hedge Funds	1.390,9	1.261	37	2.281	1972	-

Fuente: INVERCO.

Con carácter general, el conjunto de instituciones de inversión, ha sufrido un incremento notable tanto en lo que se refiere al volumen de patrimonio, como al número de partícipes, con respecto al año anterior. Lo cual indica una evolución favorable para el conjunto, que entre otras causas puede ser debida a la rentabilidad de estos productos en comparación con otros como la deuda pública, lo cual será objeto de análisis en el siguiente apartado. Sin embargo, la evolución de los Hedge Funds en el último periodo ha sido superior a la de los fondos de inversión tradicionales.

En el caso concreto de los Hedge Funds, el período de análisis es necesario que abarque desde los inicios de la crisis. Puesto que es imprescindible analizar el número de partícipes que han entrado a lo largo de estos años. Esto puede permitir observar si verdaderamente la crisis ha afectado a la toma de posiciones por parte de nuevos inversores. Siendo por tanto objeto de análisis a continuación.

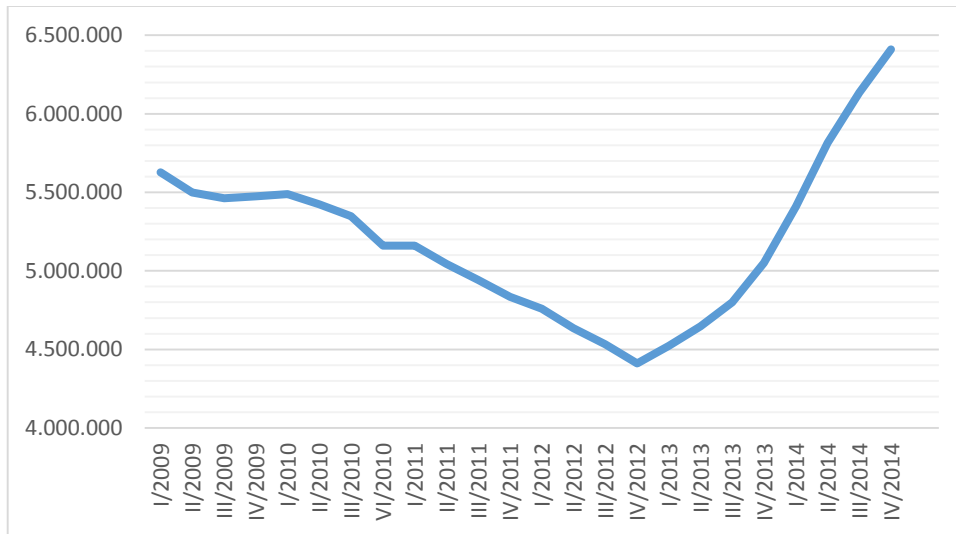
Gráfico 5. Número de partícipes de Hedge Funds por trimestres.



Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV

La evolución en cuanto al número de partícipes sigue una senda alcista que se mantiene desde los inicios de la crisis, lo cual corresponde con lo ocurrido en el último año. Esto nos indica que la crisis no ha afectado de forma negativa al número de partícipes. Pudiendo ser debido este comportamiento, a los bajos tipos de interés de productos alternativos y a la búsqueda de una rentabilidad superior por parte de los inversores.

Gráfico 6. Partícipes del total de Fondos de Inversión.

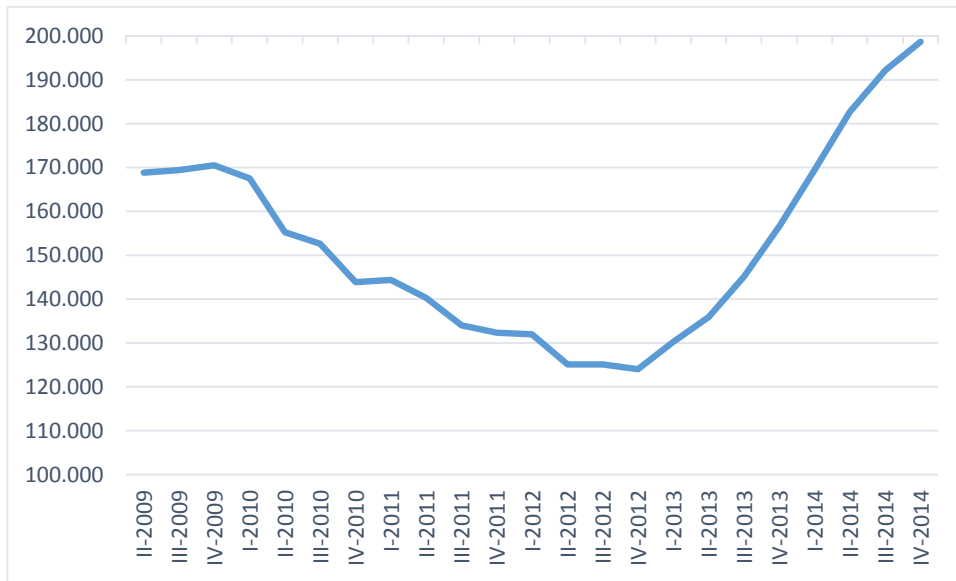


Fuente: CNMV.

En el caso de los Fondos de Inversión, la evolución es diferente, puesto que desde el estallido de la crisis, el número de partícipes ha caído hasta finales del 2012, cuando finalmente se inicia la senda alcista. Superando ya en el año 2014 los niveles previos a la crisis. Esto puede ser debido a su mayor correlación con la evolución del mercado financiero, el cual a partir de este momento sufre una ligera recuperación. Además de ello, la bajada en los tipos de interés de otros productos alternativos como la deuda pública o los depósitos a plazo fijo, pueden haber contribuido a este incremento.

Otro aspecto importante a considerar es la evolución del patrimonio de este tipo de fondos para el mismo periodo. Siendo muy útil comparar dicha evolución con la de los fondos de inversión tradicionales. Lo cual puede permitir observar si han seguido un comportamiento similar a partir de la crisis. Para que dicha comparativa sea de mayor fiabilidad se hace necesario el uso de dos gráficos diferentes, puesto que el volumen de patrimonio de los fondos de inversión tradicionales, es necesario representarlo en una escala superior debido a su elevado volumen con respecto a los Hedge Funds.

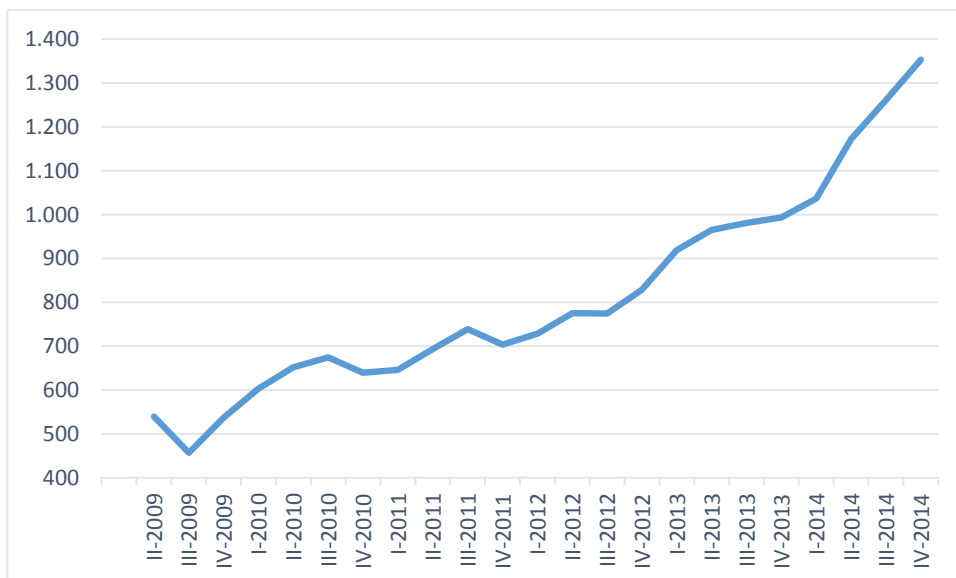
Gráfico 7. Evolución del patrimonio de los fondos de inversión tradicionales en España en millones de euros.



Fuente: CNMV.

En lo que respecta al patrimonio de los fondos de inversión tradicionales, podemos observar una caída al igual que ocurre con el número de partícipes. Lo cual puede ir de nuevo en la línea de la situación del mercado. Pudiendo deducirse que el número de partícipes se encuentra directamente relacionado con el patrimonio de este tipo de fondos.

Gráfico 8. Evolución del patrimonio de los Hedge Funds en millones de euros.

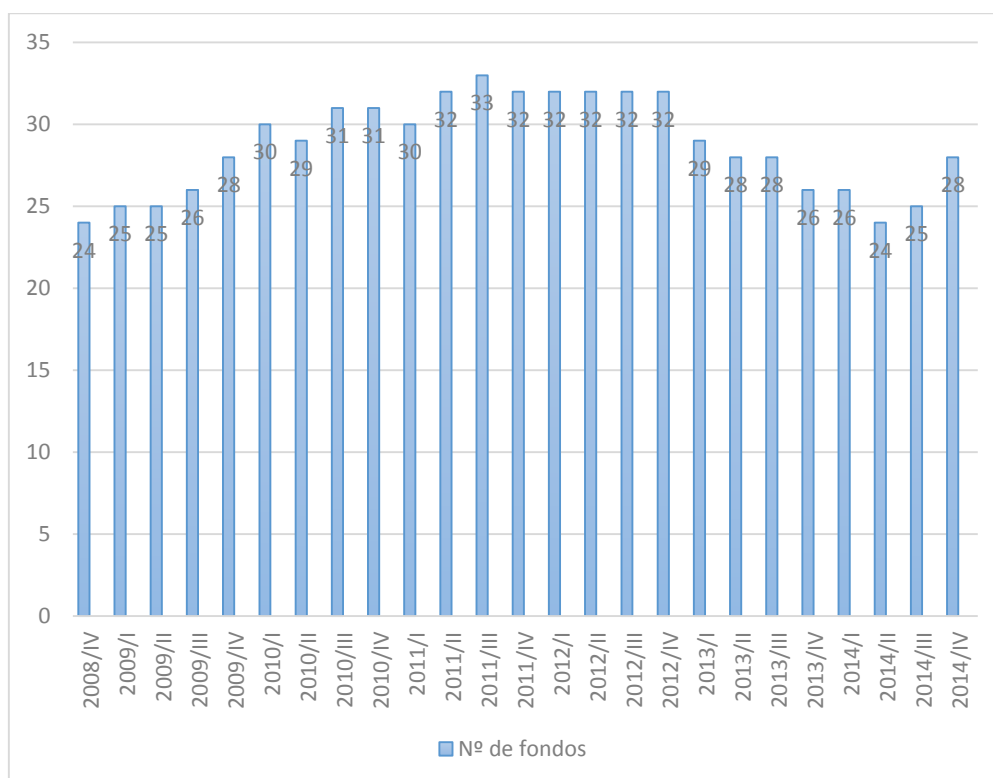


Fuente: CNMV.

Al igual que ocurre con los fondos de inversión en general, en el caso de los Hedge Funds, se observa una relación directa entre el número de partícipes y el volumen de patrimonio. Sin embargo, en este último caso no se observa ninguna caída pronunciada a partir de la crisis. Pudiendo observarse una clara tendencia alcista, que indica que el patrimonio de este tipo de fondos ha continuado creciendo a pesar de las fluctuaciones del mercado. De este modo, se puede observar de nuevo la escasa o nula correlación con el mercado.

Una vez analizada la evolución en cuanto al número de partícipes y el volumen de patrimonio, cabe analizar la evolución del número de Hedge Funds en nuestro país. Tomando como punto de partida el año 2008, por su vinculación con la crisis.

Gráfico 9. Evolución del número de Hedge Funds en España por trimestres.



Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV.

El número de Hedge Funds en nuestro país, a pesar del notable incremento que sufrió a comienzos de la crisis, se vuelve a situar a niveles similares a los de entonces. Puesto que el problema con el que se han encontrado, según INVERCO (2010), ha sido que su nacimiento se demoró en exceso y coincidió con el estallido de la crisis subprime.

El cierre de los mercados mayoristas y la necesidad de liquidez por parte de las entidades financieras hicieron que estas ofrecieran depósitos con rentabilidades muy atractivas, difícilmente superables por estos fondos. Si a esto le sumamos que muy pocos aprovecharon las dislocaciones de los mercados y no aprovecharon para preservar el capital, podemos explicar la baja evolución de estos.

Para finalizar, es necesario realizar una comparativa también con el Producto Interior Bruto español, a fin de analizar si se puede observar algún tipo de relación entre el comportamiento de este tipo de fondos y el PIB.

Gráfico 10. Crecimiento del PIB español en volumen.



Fuente: INE.

Nota: Tasa anual en porcentaje del crecimiento del PIB de España, con base en el año 2010.

En el gráfico anterior, se puede observar una fuerte caída del PIB a partir del 2008, momento en el cual comienza a desarrollarse la crisis. Pero es a partir del 2009 donde debemos centrar el análisis. De este modo se observa que no es hasta el 2010 cuando se alcanza un nivel positivo. Y es también en esa fecha cuando se observa el crecimiento en el número de partícipes de Hedge Fund, así como de su patrimonio. Sin embargo, los años posteriores muestran de nuevo una caída, que curiosamente se ve reflejada en el comportamiento de los Hedge Funds. Si bien es cierto que la caída en cuanto al número de partícipes no es apenas relevante, formando un mínimo relativo en el año 2010. A

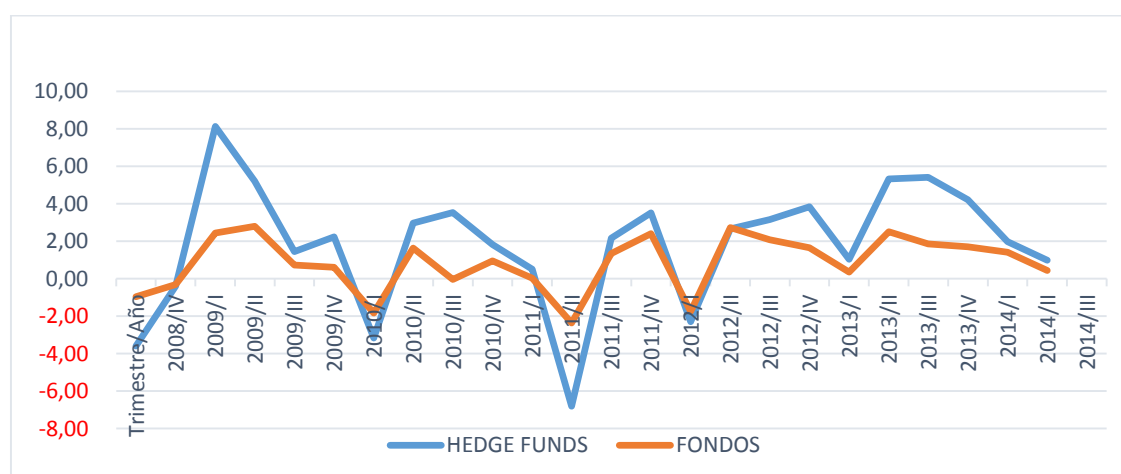
partir del año 2011, tanto el número de partícipes como el volumen de patrimonio de los Hedge Funds inician una senda alcista. Lo cual no se corresponde con la evolución del PIB, que no alcanza cifras positivas de crecimiento hasta finales del año 2013. Pudiendo concluir de este modo la ausencia de correlación entre PIB y comportamiento de Hedge Funds.

8.3. EL ATRACTIVO FUNDAMENTAL DE LA INVERSIÓN EN HEDGE FUNDS: LA RENTABILIDAD.

La rentabilidad es uno de los aspectos claves para determinar la realización de cualquier tipo de inversión, teniendo en cuenta el riesgo de la misma. Por ello la CNMV (2015), indica que es necesario tener en cuenta que riesgo y rentabilidad van unidos. De este modo, cuanto mayor sea la rentabilidad esperada de un producto, mayor será el riesgo. La única razón que puede explicar la elección de una inversión con riesgo ante una alternativa sin riesgo, es la posibilidad de obtener una rentabilidad mayor.

Dicho esto, es necesario realizar una comparativa entre la rentabilidad ofrecida por este tipo de fondos y la ofrecida por otros productos alternativos.

Gráfico 11. Rentabilidad de los Hedge Funds y los fondos de inversión en España por trimestres.



Fuente: Elaboración propia a partir de CNMV.

Nota: Rentabilidad trimestral de los Fondos de inversión ponderada por patrimonio neto del conjunto de fondos de inversión.

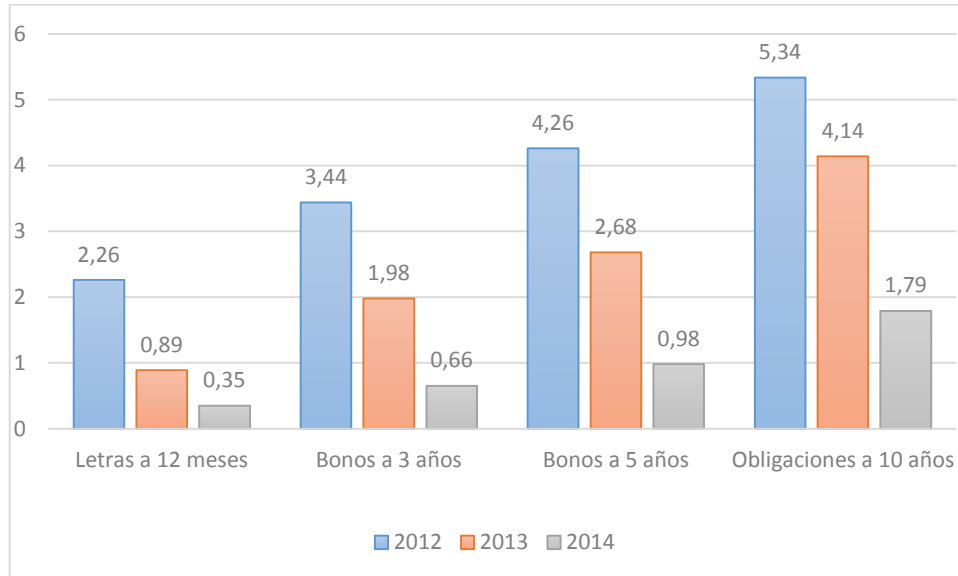
Tabla 6. Rentabilidad de Hedge Funds y Fondos de Inversión en España por trimestres, en porcentaje.		
Trimestre/Año	HEDGE FUNDS	FONDOS DE INVERSIÓN
2008/IV	-3,59	-0,96
2009/I	-0,40	-0,32
2009/II	8,12	2,43
2009/III	5,21	2,80
2009/IV	1,45	0,73
2010/I	2,23	0,61
2010/II	-3,17	-1,83
2010/III	2,97	1,64
2010/IV	3,53	-0,04
2011/I	1,83	0,95
2011/II	0,51	0,03
2011/III	-6,81	-2,36
2011/IV	2,16	1,35
2012/I	3,51	2,41
2012/II	-2,29	-1,75
2012/III	2,66	2,72
2012/IV	3,15	2,08
2013/I	3,84	1,65
2013/II	1,03	0,36
2013/III	5,33	2,50
2013/IV	5,41	1,85
2014/I	4,21	1,71
2014/II	1,97	1,41
2014/III	0,98	0,43

Fuente: CNMV.

Podemos observar las fluctuaciones sufridas en lo que respecta a la rentabilidad de la inversión libre y de los fondos de inversión tradicionales en nuestro país. Fluctuaciones debidas en buena medida a los acontecimientos económicos explicados en la cronología citada anteriormente. Pudiendo observar un comportamiento muy aproximado entre ambos tipos de inversión, a pesar de que las fluctuaciones de los Hedge Funds son más pronunciadas, y tanto los aumentos como las caídas de rentabilidad son más acusados. Esto puede ser debido al mayor riesgo y la mayor volatilidad de este tipo de fondos, que a pesar de ello, han generado una mayor rentabilidad media para el período que sus homólogos, los fondos de inversión más tradicionales. Lo cual puede explicar en buena medida el auge de los Hedge Funds en nuestro país. Sin embargo, esta comparativa no es suficiente, siendo necesario comparar dichas rentabilidades con la deuda pública de

nuestro país, la cual presenta una mayor estabilidad y un riesgo inferior, siendo más atractiva, siempre y cuando la diferencia de rentabilidad no compense el riesgo a asumir.

Gráfico 12. Rentabilidad de la deuda pública española.



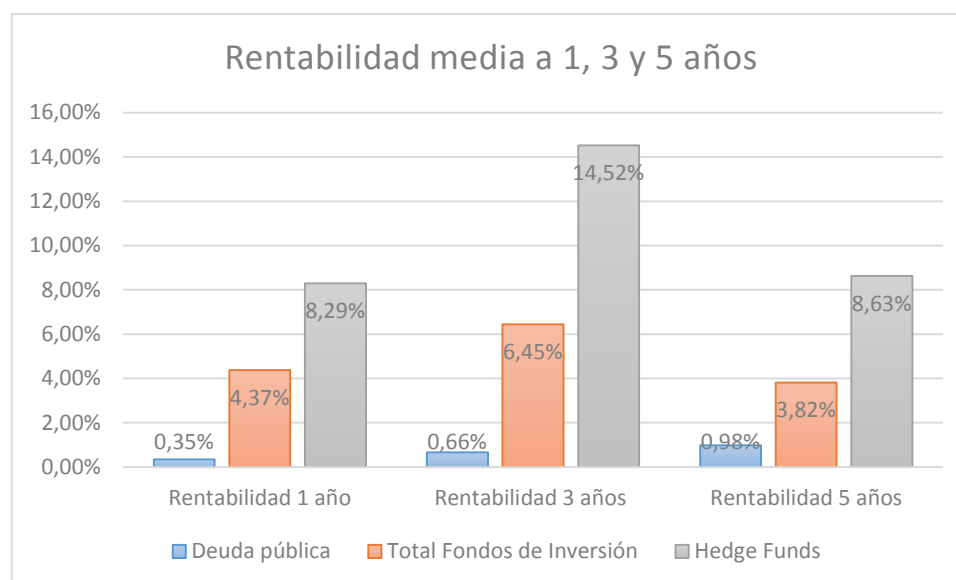
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del BDE.

A la vista del gráfico se observa el notable descenso de la rentabilidad de la deuda pública. La cual a partir del año 2012 comienza a perder su atractivo debido a la escasa rentabilidad proporcionada en todos sus tipos, tanto a largo plazo como a corto, en comparación con la rentabilidad ofrecida por los productos alternativos como es el caso de los Hedge Funds. Pudiendo ser esta otra de las explicaciones en lo que respecta al aumento del atractivo de este tipo de fondos en detrimento de la deuda pública en este caso, como podremos observar en la siguiente ilustración.

Esa bajada tan importante de la rentabilidad de la deuda pública se puede explicar a partir de la necesidad de financiación presente en cada momento y de la situación de la economía. Por ello, como indica el BCE (2015), en los momentos más críticos de la crisis del euro, los tipos de interés de la deuda pública y también de la privada se situaban muy por encima de los correspondientes a países con mayor calificación crediticia de la Unión Económica Monetaria. Sin embargo, desde mediados de 2012, según esta fuente, se produjo una normalización progresiva de las condiciones de los mercados financieros mayoristas, lo cual se tradujo en dicha bajada. Debido a una mayor facilidad para financiarse por parte de nuestro país y a una mejora de la situación económica, que se

traduce en una mayor solvencia por parte del país que solicita el acceso a financiación a través de la emisión de deuda. Lo cual se vuelve más atractivo para los inversores y hace más fácil la colocación de la deuda a un precio inferior.

Gráfico 13. Comparativa de rentabilidad entre Deuda Pública, Fondos de Inversión y Hedge Funds.

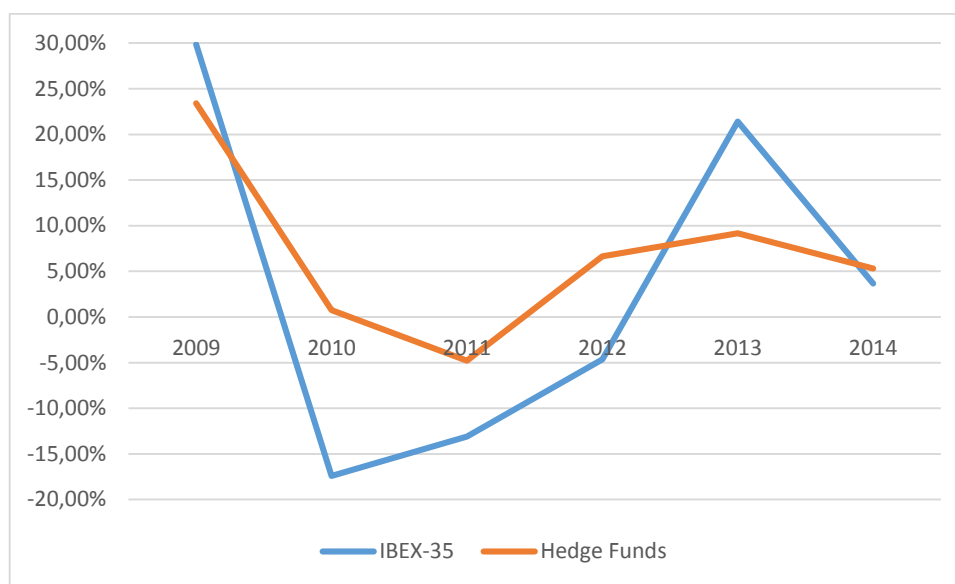


Fuente: Elaboración propia a partir de INVERCO Y BDE.

Comparando las rentabilidades a corto y medio plazo, la rentabilidad de este tipo de fondos con respecto a la deuda pública y los fondos de inversión tradicionales es muy elevada. Debido a esa gran diferencia, que llega a suponer una rentabilidad superior al doble que la ofrecida por los fondos tradicionales, sin mencionar ya la gran diferencia con la deuda pública. Esto puede explicar ese auge de los Hedge Funds, ya que la regla riesgo-rentabilidad actúa muy claramente en este caso. Y el riesgo a asumir se ve compensado con esa diferencia en la rentabilidad.

En lo que respecta a la rentabilidad, es necesario hacer una comparativa con el índice de referencia en España, el IBEX-35. Lo cual puede indicar si existe un comportamiento similar entre la rentabilidad de este índice y la de los Hedge Funds.

Gráfico 14. Comparativa de rentabilidad media anual entre IBEX-35 y Hedge Funds.



Fuente: Elaboración propia a partir de INVERCO y Bolsa de Madrid.

Tabla 7. Rentabilidad media anual, IBEX-35/ Hedge Funds.		
	IBEX-35	Hedge Funds
2009	29,84%	23,40%
2010	-17,42%	0,76%
2011	-13,11%	-4,78%
2012	-4,66%	6,64%
2013	21,42%	9,15%
2014	3,66%	5,31%

Fuente: Elaboración propia a partir de INVERCO y Bolsa de Madrid.

La rentabilidad media anual del IBEX-35 ha sufrido fluctuaciones más pronunciadas que la de los Hedge Funds, tanto al alza como a la baja. De este modo se puede observar que a pesar de los notables cambios de tendencia por parte del índice de referencia. La fluctuación de la rentabilidad media de los Hedge Funds no es tan pronunciada. En este aspecto, podemos observar de nuevo que no sufren el mismo impacto este tipo de fondos que los índices bursátiles.

Por lo tanto, no están directamente correlacionados y en los momentos más difíciles, este tipo de fondos han sido capaces de mantener cierta rentabilidad o evitar la rentabilidad negativa. Si bien es cierto que en épocas de bonanza, no han generado una rentabilidad tan elevada. Lo cual es otro síntoma de la baja correlación, ya que no todos los índices mundiales siguen la misma tendencia y además este tipo de fondos, como hemos mencionado anteriormente, también tienen posiciones en otro tipo de productos. Lo cual explica es baja correlación.

8.4. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS HEDGE FUNDS EN ESPAÑA.

Actualmente el total Fondos de Inversión en España a 31 de mayo de 2015 según datos de INVERCO son los siguientes:

De renta variable internacional 564, dentro de los cuales se sitúan los Hedge Funds, que suman un total de 37, lo que representa aproximadamente un 6,5% de la renta variable internacional. Esta cifra puede deberse a que hay 4 de ellos que se encuentran en proceso de liquidación como veremos a continuación, y por ello ya no aparezcan en este cómputo. Mientras que el total de fondos de inversión en España según dicha fuente es de 2.268 para la misma fecha. Por lo tanto el porcentaje de Hedge Funds representa el 1,6% del total de fondos de inversión.

En lo que respecta al número total de partícipes en los fondos de inversión este es 7.359.206, con un patrimonio de 221.816.810.000 €, habiendo sufrido un incremento anual este último de un 26,79%. En el caso concreto de los fondos de inversión libre, el número de partícipes se sitúa en 2281, lo cual representa únicamente el 0,03% del total. Con un patrimonio total de 13.900.909.000 € para este tipo de fondos de inversión, suponiendo en 6,27% del total de fondos.

Esto indica que a pesar del reducido número de partícipes, el porcentaje de capital es muy superior, lo cual indica que cada uno de los partícipes ostenta un volumen de capital mayor, con respecto a los fondos de inversión tradicionales.

En el caso conjunto de las Instituciones de Inversión Colectiva, a modo de referencia, según las CNMV (2015), la situación sería la siguiente:

➤ INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA EXTRANJERAS

- El patrimonio de las IIC extranjeras, a 31 de marzo de 2015, que incluye también a inversores institucionales, de acuerdo con los datos estimados de la Asociación, alcanza los 108.000 millones de euros.
- El número de partícipes/accionistas es de 1.317.674, último dato disponible a 31 de diciembre de 2014.

➤ SOCIEDADES DE INVERSIÓN MOBILIARIA (SICAV)

- El patrimonio en mayo alcanzó la cifra de 35.638 millones de euros.
- El número de accionistas es de 463.254.

➤ FONDOS Y SOCIEDADES DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

- El patrimonio de los Fondos inmobiliarios se ha situado en 419 millones de euros en mayo 2015, con 3.903 partícipes.
- El patrimonio de las sociedades inmobiliarias en marzo 2015, se ha situado en 809 millones de euros.

Dentro del conjunto de Instituciones de Inversión Colectiva, son las extranjeras las que abarcan un porcentaje más elevado del capital y un mayor número de partícipes, dentro de las cuales también se encuentran englobados los fondos de inversión libre.

Es necesario hacer referencia al conjunto de instituciones de Inversión Colectiva Libre en España, para poder conocer el tipo de gestoras y sociedades depositarias que operan en nuestro país, así como la situación particular en la cual se encuentran algunas de ellas. Pudiendo observarse también la vida de este tipo de fondos, los cuales en su mayoría han sido registrados después de la crisis, lo cual nos indica su corto ciclo de vida. Esto impide en cierta medida analizar su evolución, debido a su inexistencia en el periodo pre-crisis.

Tabla 8. Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (Hedge Funds) en España.

Denominación Social	Registro	Denominación Social de la Gestora	Denominación Social de la Depositaria
ALDER, FIL	13/07/2012	OMEGA GESTION DE INVERSIONES, SGIIC, S.A.	BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.
IBERIAN PRIVATE DEBT. FUND, FIL	10/10/2014	TRESSIS GESTION DE INVERSIONES, SGIIC, S.A.	BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.
IBERIAN PRIVATE DEBT. FUND, FIL	10/10/2014	TRESSIS GESTION DE INVERSIONES, SGIIC, S.A.	BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.
ALPHAVILLE, FIL	24/09/2009	OMEGA GESTION DE INVERSIONES, SGIIC, S.A.	BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.
LAREDO INVERSION LIBRE, FIL	28/12/2007	OMEGA GESTION DE INVERSIONES, SGIIC, S.A.	BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.
SCENT INVERSION LIBRE, FIL	07/11/2014	OMEGA GESTION DE INVERSIONES, SGIIC, S.A.	BANCO DEPOSITARIO BBVA, S.A.
ALTAN I INMOBILIARIO GLOBAL, FIL	20/07/2007	ALTAN CAPITAL, SGIIC, S.A.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
ALTAN II INMOBILIARIO GLOBAL, FIL	20/07/2007	ALTAN CAPITAL, SGIIC, S.A.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
ALTAN III GLOBAL, FIL	19/10/2012	ALTAN CAPITAL, SGIIC, S.A.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
CYGNUS UTILITIES INFRAESTRUCTURAS & RENOVABLES, FIL	04/12/2006	CYGNUS ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
MUTUAFONDO DIVIDENDO, FIL	27/03/2015	MUTUACTIVOS, S.A., S.G.I.I.C.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
MUTUAFONDO ESTRATEGIA GLOBAL, FIL	18/12/2009	MUTUACTIVOS, S.A., S.G.I.I.C.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
MUTUAFONDO FINANCIACION, FIL	14/08/2014	MUTUACTIVOS, S.A., S.G.I.I.C.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
SIITNEDIF SPANISH BANKING OPPORTUNITIES FIL	05/12/2014	FIDENTIIS GESTION, SGIIC, S.A.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
SIITNEDIF TORDESILLAS	27/02/2007	FIDENTIIS GESTION, SGIIC, S.A.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUC. ESPAÑA
ALTERALIA DEBT. FUND, FIL	12/06/2015	NMAS1 ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A.	RBC INVESTOR SERVICES ESPAÑA, S.A.
EQMC, FIL	30/06/2011	NMAS1 ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A.	RBC INVESTOR SERVICES ESPAÑA, S.A.
ARCANO EUROPEAN INCOME FUND, FIL	06/09/2011	UBS GESTION, S.G.I.I.C., S.A.	UBS BANK, S.A.
BANCO MADRID AGILIDAD, SIL, S.A.	16/01/2009	BANCO MADRID GESTION DE ACTIVOS, SGIIC., S.A.	BANCO DE MADRID S.A. (EN LIQUIDACIÓN)
BESTINVER HEDGE VALUE FUND, FIL	21/09/2007	BESTINVER GESTION, S.A., S.G.I.I.C.	SANTANDER SECURITIES SERVICES, S.A.
QMC II IBERIAN CAPITAL FUND, FIL	08/07/2013	NMAS1 ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A.	SANTANDER SECURITIES SERVICES, S.A.
RHO INVESTMENTS, SIL, S.A.	28/02/2014	AURIGA GLOBAL INVESTORS S. VALORES, S.A.	SANTANDER SECURITIES SERVICES, S.A.
BRIGHTGATE ABSOLUTE RETRN, FIL	25/03/2009	BRIGHTGATE CAPITAL S.G.I.I.C., S.A.	SANTANDER SECURITIES SERVICES, S.A.
FONDO GRE, FIL (EN LIQUIDACIÓN)	25/06/2007	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, S.A., SGIIC	SANTANDER SECURITIES SERVICES, S.A.
BMN SELECCIÓN DINAMICA	28/09/2007	AHORRO CORPORACION GESTION, S.G.I.I.C., S.A.	CECABANK, S.A.
EQUILIBRIA INVESTMENTS, SIL, S.A.	01/02/2011	BANKINTER GESTION DE ACTIVOS, S.A., S.G.I.I.C.	BANKINTER, S.A.
INFIMAR INVERSIONES FINANCIERAS, SIL, S.A.	18/07/2014	RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.	RENTA 4 BANCO, S.A.
BELONA INVERSIONES FINANCIERAS, SIL, S.A.	03/10/2014	RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.	RENTA 4 BANCO, S.A.
LEGIOX, SIL, S.A.	18/07/2014	RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.	RENTA 4 BANCO, S.A.
MAGESTIC INVERSIONES FINANCIERAS, SIL, S.A.	18/07/2014	RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.	RENTA 4 BANCO, S.A.
PENINSULA CAPITAL, FIL	08/11/2012	RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.	RENTA 4 BANCO, S.A.
RENTA 4 MINERVA, FIL	16/12/2010	RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.	RENTA 4 BANCO, S.A.

ROLNIK CAPITAL, SIL, S.A.	30/05/2014	RENTA 4 GESTORA, S.G.I.I.C., S.A.	RENTA 4 BANCO, S.A.
MARCH PATRIMONIO RENTA 2, FIL (EN LIQUIDACION)	22/06/2012	MARCH GESTION DE FONDOS, S.G.I.I.C., S.A.	BANCA MARCH, S.A.
MARCH PATRIMONIO RENTA , FIL (EN LIQUIDACION)	24/02/2012	MARCH GESTION DE FONDOS, S.G.I.I.C., S.A.	BANCA MARCH, S.A.
SABADELL ESPAÑA 5 VALORES, FIL	05/07/2014	BANSABADELL INVERSION, S.A., S.G.I.I.C., S.U.	BANCO DE SABADELL, S.A.
SABADELL SELECCIÓN EPSILON, FIL	31/07/2014	BANSABADELL INVERSION, S.A., S.G.I.I.C., S.U.	BANCO DE SABADELL, S.A.
URSUS- 3C VALOR, SIL, S.A.	23/05/2014	URSUS- 3 CAPITL, A.V., S.A.	CREDIT SUISSE AG, SUCURSAL EN ESPAÑA

Fuente: Elaboración propia y CNMV.

Actualmente en España se encuentran registrados según la CNMV un total de 41 Fondos de Inversión Libre, de los cuales 3 se encuentran en liquidación y la entidad depositaria de otro de ellos también se encuentra en liquidación. Solamente uno de estos 41 fondos ha sido registrado antes del año 2007, lo que indica que la mayoría de Hedge Funds españoles actuales tiene un ciclo de vida corto y han sido registrados durante y después del estallido de la crisis. Esto indica de nuevo el desarrollo de este tipo de fondos durante la crisis, lo cual parece indicar que no se han visto afectados negativamente.

Entre las depositarias de este tipo de fondos están presentes algunos grandes bancos como es el caso del BBVA, el Banco Sabadell o el Banco Santander. Los cuales, a pesar de tener un carácter más comercial, también forman parte de este tipo de fondos. Otro es el caso de entidades como Renta 4, que debido a ese carácter de banco de inversión, está presente en 7 de estos fondos, siendo uno de los que más variedad de fondos de este tipo abarca.

El caso de estos fondos que se encuentran actualmente en liquidación puede ser útil para observar por qué entran en este proceso, lo cual permite observar la extinción de este tipo de fondos.

Según la CNMV, el Fondo Gre, FIL, del Banco Santander, tiene como objetivo proporcionar a sus partícipes una apreciación del capital a medio plazo gracias a la exposición en activos mayoritariamente de carácter inmobiliario. El plazo indicativo de la inversión es de 2-3 años. Debido a su exposición mayoritaria en el sector inmobiliario y a la caída observada en este tipo de instituciones vinculadas al mismo, pueden explicar la situación de liquidación de este fondo. En este momento la entidad no alcanza el número mínimo de 100 partícipes, situándose en 17. Este fondo presenta IIC subyacentes

con problemas de liquidez, y la Sociedad Gestora y la entidad depositaria adoptaron con fecha 31 de octubre de 2012 el Acuerdo de Disolución y Liquidación. Habiendo realizado devolución a los partícipes de un porcentaje de liquidez que se había recuperado.

El March Patrimonio Renta, FIL, se encuentra en una situación distinta, puesto que invierte principalmente en renta fija internacional. Fundamentalmente depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o de países OCDE sujetos a supervisión prudencial, y en instrumentos del mercado monetario. A diferencia del anterior, este no invierte en IIC. En este caso, la situación del mercado monetario, el cual se encuentra en niveles mínimos históricos, así como las caídas sufridas por todos los índices, sumado a una situación negativa de los mercados emergentes, son algunas de las alegaciones que se plantean en el informe presentado a la CNMV para este año. Lo cual puede explicar en buena medida su liquidación, junto con unas menores perspectivas de las compañías europeas. Además la rentabilidad obtenida es casi nula, lo cual reduce el atractivo de este fondo.

El Fondo Banco Madrid Agilidad, SIL, ha sufrido una situación diferente, puesto que el problema viene dado por la sociedad depositaria. La cual se encuentra en proceso de liquidación. Los hechos más relevantes de este caso, publicados por la CNMV, se resumen en los siguientes:

Debido a la entrada en concurso de acreedores del Banco de Madrid, el 16 de marzo la CNMV acuerda la intervención de su Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva. En este momento el Mercado Alternativo Bursátil interrumpe la contratación de las acciones de todas las SICAV gestionadas por dicha gestor. El 24 de marzo el comité Ejecutivo de la CNMV, inicia la suspensión de la autorización concedida al Banco de Madrid para ejercer como depositario de Instituciones de Inversión Colectiva. El día 31 del mismo mes, debido a la difícil situación de la depositaria, se nombra a Renta 4 como entidad liquidadora del fondo.

Este hecho nos permite constatar que una difícil situación por parte de las entidades gestora o depositaria de este tipo de fondos, también pueden terminar con la liquidación de un Hedge Fund.

Por todo ello, podemos observar que cada uno de estos fondos se encuentra en una situación muy particular, ya que siguen una política de inversión muy diferente. De este modo, no se puede extraer ninguna conclusión sobre el porqué de la liquidación de este tipo de fondos, ya que en cada momento y dependiendo de su situación particular, unos pueden entrar en liquidación, mientras otros están generando una rentabilidad aceptable. Esto se puede ver influido por esa baja correlación con el mercado.

9. PERSPECTIVAS DE FUTURO DE LOS HEDGE FUNDS.

Según Mauro y Yafeh (2007), los Hedge Funds han crecido enormemente en los últimos años, gestionando un elevado nivel de activos. Como se ha ocurrido en los noventa y en la crisis reciente con respecto al mercado de hipotecas de alto riesgo, las operaciones de los Hedge Funds a menudo han intensificado los movimientos conjuntos de los precios de activos. Sin embargo, hay quienes sugieren que los Hedge Funds en ocasiones pueden atenuar la gravedad de las crisis tomando posiciones “contrarias” al mercado, cuando la caída de los precios es excesiva para inversionistas con menor tolerancia al riesgo. Este tipo de fondos inciden en los movimientos conjuntos y en la naturaleza de las crisis financieras, pero de una manera poco evidente. Normalmente se trata de inversiones a largo plazo, de modo que su presencia puede atenuar las crisis y contribuir a la estabilidad en el corto plazo. Pero cuando cierran una posición de cierta importancia de forma brusca, es posible que se desarrolle el efecto opuesto. Más aún, los Hedge Funds en algunas ocasiones tienen horizontes más cortos, lo que contribuye a los movimientos conjuntos entre países en dicha situación.

Para la CNMV (2006), el desarrollo de este tipo de productos ha sido motivado por una fuerte demanda de rentabilidades más elevadas, alimentada por un entorno y unas expectativas futuras de bajos tipos de interés, y de elevada liquidez en el sistema, que por una parte compensa la aversión al riesgo de los inversores y por otra favorece la búsqueda de estrategias de diversificación de las carteras de inversión a largo plazo de los inversores institucionales más tradicionales, tales como los grandes fondos de pensiones y las compañías de seguros. Todo ello favorece la percepción de que la fortaleza creciente de la industria y la actividad de este tipo de fondos pueden suponer un incremento del riesgo para los mercados y el sistema. Lo cual sucedió anteriormente tras la crisis del LTCM surgida a partir del año 1998 y mencionada con anterioridad.

Sin embargo, es difícil predecir la naturaleza de las crisis financieras, pero son varios los autores que defienden la idea de que las crisis futuras combinarán características ya presentes en crisis anteriores. Yafeh (2007), indica que una de las hipótesis podría estar basada en el efecto contagio debido a la profundización de los vínculos financieros entre las diferentes economías, pudiendo provocarse la transmisión de las crisis hacia otros países, como ya sucedió en los años 90. En este punto, vuelven a

cobrar protagonismo los Hedge Funds, ya que según este autor es posible que estos activos puedan generar estabilidad o volatilidad, siendo difícil imaginar escenarios donde provoquen volatilidad y contagio. De este modo, se hace necesario un análisis minucioso para tratar de evitar este tipo de escenarios.

De nuevo surge el problema mencionado con anterioridad sobre la desregulación la baja transparencia que caracteriza este tipo de fondos. Por ello, se hace necesario que en un futuro próximo este tipo de inversiones aboguen por una mayor transparencia y la implementación de nuevos códigos de conducta, que permitan controlar ese riesgo sistémico que pueden llegar a ocasionar. Tratando de este modo de evitar la presencia de pasivos ocultos y de vulnerabilidades en mercados emergentes, los cuales son más proclives a sufrir este tipo de crisis financieras, dada la mayor ausencia de control y regulación por parte de las autoridades financieras y la mayor permisibilidad de este tipo de países.

No obstante y pese a todo este tipo de ineficiencias, la gestión alternativa en general, y los Hedge Funds en particular, no van a desaparecer y las oportunidades que se están presentando de cara al futuro son ciertamente muy atractivas. Pero sólo los mejores gestores, con una experiencia dilatada, con sólidos historiales de gestión, con recursos y que hayan sido capaces de sobrevivir a la crisis, podrán beneficiarse de las ineficiencias existentes en los mercados financieros y proporcionar a sus inversores rentabilidades absolutas y descorrelacionadas de las que consigan los mercados de renta fija, renta variable, divisas, materias primas, etc. (INVERCO, 2010).

Por otro lado, el regreso del apetito por el riesgo después de las crisis y la notable mejora en la liquidez de este tipo de activos, han mejorado de forma muy notable la perspectiva de futuro de este tipo de activos. Sumado esto a la situación económica actual de bajos tipos de interés e incertidumbre en los mercados. Aunque en el caso de España, los inversores no han incrementado su inclinación por este tipo de activos como indica INVERCO (2010), haciendo referencia de nuevo a la transparencia, liquidez, control de riesgos y un régimen regulatorio más estricto, como aspectos claves para el futuro inmediato de los Hedge Funds.

En cambio, *“los productos de capital garantizado sobre Hedge Funds son extremadamente corrientes en Suiza y Alemania, donde bancos medianos y pequeños los*

venden a sus clientes de banca privada, pero también están ganando adeptos en Estados Unidos, así como en otros países de Europa con regímenes reguladores que no son favorables a las inversiones directas en estructuras de fondos ubicados en el extranjero” (Lhabitant, 2006). Pudiendo ello deberse a la diferencia en cuanto a la cultura de inversión y a aspectos legales.

Esta evolución a nivel mundial repercute en la banca, la cual presenta buenas perspectivas de crecimiento. Ya que, según la CNMV (2006), su papel como proveedor de servicios y funciones de custodia, contrapartida, intermediación crediticia y dotación de capital que realizan, tiene especial relevancia en el caso de los Hedge Funds. Los cuales son una fuente de gran parte de los ingresos bancarios. Pudiendo concluir que una buena perspectiva de cara al futuro para este tipo de fondos, se puede traducir en una mejora sustancial en la situación de la banca en general y más concretamente de la banca de inversión en particular.

10.CONCLUSIONES.

Los Hedge Funds son un producto de inversión alternativa objeto de numerosas controversias, lo cual ha llevado a que no se haya establecido una única definición consensuada sobre los mismos. Además de ser considerados culpables del agravamiento y de algunos de los efectos secundarios de las principales crisis financieras mundiales. Por ello, han sido objeto de estudio para numerosos académicos y especialistas en inversión, además de tratarse de un producto de actualidad.

Debido a su complejidad, presentan un gran compendio de características que se resumirían fundamentalmente del siguiente modo. Se trata de un producto con un riesgo elevado, gestionado de forma activa por parte de sus gestores de forma flexible, siendo estos partícipes del propio fondo. La falta de transparencia es habitual en este tipo de inversión debido a la escasa regulación y a la falta de información. A lo cual es necesario añadir la elevada inversión mínima necesaria para este tipo de inversiones, lo cual hace que el tipo de inversor posea unas características determinadas. Siendo necesario el conocimiento de los mercados para poder acceder a este tipo de inversiones, lo cual limita la entrada a gran número de inversores individuales debido a estas dos cuestiones. Este tipo de cuestiones son las que los diferencian de los fondos de inversión de carácter tradicional.

Existen numerosas ventajas a la hora de invertir en este tipo de fondos, pese a que son muchos los autores que indican la presencia de algunas desventajas como el riesgo de este tipo de inversión, la escasa transparencia y la baja liquidez, entre otras. Lo cual puede restar atractivo a este tipo de inversión, sobre todo en tiempos de bonanza económica, donde están presentes otros productos alternativos más atractivos. Aunque en épocas en las que los productos alternativos ven reducida su rentabilidad, la cual se mostraba como un atractivo, las ventajas sobre este tipo de productos se ven incrementadas notablemente. Pudiendo concluir que las ventajas de este tipo de productos son mayores en épocas de debilidad por parte del resto de productos de inversión, viéndose por tanto afectadas por la coyuntura económica.

Los Hedge Funds siguen un conjunto de estrategias muy particulares, debido a la mayor libertad de inversión de la que gozan. Puesto que pueden invertir en todo tipo de

productos y en cualquier mercado, sin dedicarse exclusivamente a la operativa en mercados financieros. Empleando además el apalancamiento, a diferencia del resto de fondos. De este modo tratan de aprovecharse de la coyuntura económica, no siendo necesario que esta sea positiva, para poder obtener cierta rentabilidad. Mediante las estrategias empleadas, tratan de aprovechar situaciones financieras difíciles en ciertas empresas para tomar posiciones en las mismas y tratar de obtener un margen de beneficios.

Podemos concluir que es cierto que este tipo de fondos se encuentran muy vinculados a las crisis financieras por su carácter especulativo y su escasa regulación, afectando negativamente en este aspecto a los mercados financieros. Debido a su baja correlación con el mercado, no se ven afectados directamente por las crisis económicas. Pero esta negatividad en los mercados, junto a la reducción en la contratación de crédito revierte negativamente en este tipo de activos financieros, que por tanto son sensibles ante las crisis financieras internacionales, de forma indirecta.

En lo que respecta a su efecto en las crisis económicas, la crisis subprime, el caso del Long Term Capital Management o el escándalo Madoff, nos indican que se han tenido cierta culpabilidad en las mismas. Pudiendo observarse que en la situación actual y con la regulación existente, son culpables en buena medida de la inestabilidad financiera. Siendo necesario un mayor control por parte de las autoridades correspondientes y unas políticas económicas acordes con las ineficiencias que puedan generarse. A raíz de estos casos, se han tomado medidas para mejorar la seguridad con respecto a este tipo de fondos. Y el protocolo de actuación se ha visto modificado, con la finalidad de que se vuelvan a dar casos como estos en un futuro.

Sin embargo, existe confianza en que la industria tiene potencial para gestionar adecuadamente los riesgos de la actividad. Especialmente hay constancia de que se ha progresado en el desarrollo e implantación de herramientas de gestión de riesgos más sofisticadas y en el establecimiento de controles de riesgo operativo más eficientes, tanto por parte de los fondos como de sus contrapartes. Observándose en términos generales que los niveles de apalancamiento son más bajos, y se ha incrementado el número de participantes. Según la CNMV (2006), no parece que hoy en día haya Hedge Funds de gran tamaño operando con un excesivo grado de exposición al riesgo, por lo que la

probabilidad de que la quiebra de uno solo de estos fondos pueda llegar a desestabilizar todo el mercado en su conjunto sería comparativamente menor.

En lo que respecta al peso de los Hedge Funds, cabe destacar que la mayor parte de los mismos radican en Estados Unidos, debido a sus mejores condiciones legislativas y a su mayor desarrollo. Mientras en el caso de Europa, este tipo de fondos apenas tiene relevancia, si bien es cierto que actualmente han sufrido una notable evolución. Pudiendo destacar Londres o Francia, este último país en menor medida, como centros de referencia dentro de Europa.

Centrándonos en el caso español, los Hedge Funds han sufrido un importante crecimiento tanto en el número de partícipes como en el volumen de capital desde inicios de la crisis. De este modo se observa un equilibrio entre este incremento y las desinversiones realizadas por las familias en renta fija, depósitos y efectivo, debido a la reducción del atractivo de estos por la baja rentabilidad ofrecida. La rentabilidad media de los Hedge Funds ha sido muy superior a la ofrecida por activos más seguros como la deuda pública y los fondos de inversión tradicionales. En esta línea, pueden ser parte de los motivos por los cuales los Hedge Funds han sufrido una evolución positiva. Siguiendo una mejor evolución que el resto de fondos de inversión, pese al corto recorrido de este tipo de fondos.

Curiosamente, cabe destacar que la evolución de los Hedge Funds, así como su comportamiento y la rentabilidad ofrecida, no guardan relación con las principales macro magnitudes de nuestro país. Pudiendo observarse que la evolución de este tipo de fondos no guarda una estrecha relación con la evolución del PIB español ni tampoco con la evolución del índice de referencia, en nuestro caso el IBEX-35. Lo cual viene a indicarnos la baja correlación entre este tipo de fondos y la situación de los mercados financieros, siendo esto una característica peculiar de este tipo de inversión.

Actualmente, el número de Hedge Funds registrados en España es aún muy reducido, representado un irrisorio volumen respecto al total de fondos de inversión. Si además tenemos en cuenta que algunos de ellos se encuentran en liquidación actualmente, el número total no alcanzaría la cuarentena. Lo cual muestra que a pesar de su destacable evolución, aún tienen un amplio recorrido para seguir en la senda del crecimiento, dada la situación financiera actual de nuestro país.

11. BIBLIOGRAFÍA.

- Banco Central Europeo. (2014). *Informe Anual*. Franckfurt, Alemania.
- BANCO DE ESPAÑA
- (2015). Boletín económico. *Informe trimestral de la economía española*. Madrid
- (2015). *Mecanismo Único de Supervisión Bancaria*.
- Bravo Medín, M. (2015). *Fondos de Inversión: evolución histórica y situación actual*. Trabajo de Fin de Máster presentado en la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de La Coruña. La Coruña.
- Bricheux, B. (s.f.). *Los hedge funds para todos*. Mirabaud.
- Brun Lozano, X. (Octubre de 2006). *Fuentes de Riesgo en los Fondos de Inversión Libre (Hedge Funds)*. Programa de Doctorado en Estudios Empresariales, 422. Barcelona.
- Caja Viva. (2015). *Fondos de Inversión. Información institucional*. Segovia.
- CNMV:
- (2006) *Estudio sobre la industria de hedge funds*. Madrid.
- (2015) *Fondos de Inversión*.
- Correa, E., Girón, A., Guillén, A., & Ivanova, A. (Octubre de 2011). *Crisis e inversionistas globales. Tres crisis. Economía, finanzas y medio ambiente*. (M. Á. Porrúa, Ed.) México.
- Crerend, W. (1995). *Institucional Investment in Hedge Funds*. Jess Lederman Y Robert A. Klein, Hedge Funds, 21-28. New York: McGraw-Hill.
- Fabra Vico, P.; García Hordley, M., & Sánchez Pla, R. (22 de junio de 2008). *¿Porque no debemos tener miedo a los Hedge Funds?* Tesina. Máster en Mercados Financieros. Barcelona, Españ
- Fundación Inverco:
- (2010). *El impacto de la crisis económica y financiera en la inversión colectiva y en el ahorro-previsión*. Madrid.
- (2013). Asociación de institucones de inversión colectiva y fondos de pensiones. *Memoria*, Madrid.
- (2014). *Ahorro financiero de las familias españolas*.
- Girón, A. (Enero - Febrero de 2010). *Acciones especulativas y desplomes financieros*. (362).

- González Mota, E., & Marqués Sevillano, J. M. (2010). *Dodd-frank wall street reform: un cambio profundo en el sistema financiero de estados unidos. Estabilidad Financiera* (19).
- Issing, O. (8-9 de Noviembre de 2005). *Opening remarks. 4th Joint Central Bank Research Conference on Risk Measurement and Systemic Risk*. Frankfurt.
- Lacalle, D. (2013). *Nosotros los mercados*. Barcelona: Deusto.
- Lamothe, P. (2009). *El escándalo Madoff en el entorno de la industria de hedge funds. ¿Es posible detectar el fraude?* Clm. economía. (14), 153-176. Madrid, España.
- Lhabitant, F. S. (2006). *Hedge Funds: Mitos y Límites: fondos de inversión especulativos de alto riesgo*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000. Planeta De Agostini Profesional y Formación, S.L.
- Loaiza Palacio, D. (2007). *Sistemas de análisis técnico para activos de renta variable*. Medellón.
- López de Prado, M. M., & Rodrigo Illera, C. (2004). *Invertir en hedge funds. Análisis de su estructura, estrategias y eficiencia*. Madrid: Ediciones Díaz de Santos, S.A.
- Mauro, P., & Yafeh, Y. (2007). *Las crisis financieras del futuro*. (I. M. Fund, Ed.)
- Noguer, M. (2008). *El enigmático mundo de los hedge funds: beneficios y riesgos*. Documentos de economía la Caixa, 35.
- Pala Laguna, R. (3 de Octubre de 2012). *Hedge funds y riesgo sistémico*. Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil. Madrid.
- Pérez Fructuoso, M. J. (2006). "Fondos de Riesgo «Hedge Funds» y cobertura". Estudio, Universidad Carlos III de Madrid, Madrid España.
- Pérez Mazuela, C. (2014). *Valoración de Swap Cancelable*. Madrid: Universidad Complutense de Madrid.
- Sala I Martin, X. (2011). *Pues yo lo veo así: sobre la crisis económica*. Debolsillo.
- Sánchez- Calero Guilarte, J., & Tapia Hermida, A. J. (2013). "Fondos de inversión alternativos (Hedge Funds). Crisis y regulación. Verdades y mentiras". Madrid.
- U.S. Securities And Exchange Commission
(2003). *Implications of the growth of hedge funds*. Staff Report. Septiembre 2003.
(2001) *La SEC. Lo que somos, y lo que hacemos*. Septiembre de 2001
- Vilariño, Á. (2000). *El episodio del Long Term Capital Management*. Prentice-Hall.

12.WEBGRAFÍA.

Agencias- Whasington. (15 de septiembre de 2008). *El banco de inversiones Lehman Brothers se declara en quiebra*. Recuperado el 02 de Junio de 2015, de <http://www.rtve.es/noticias/20080915/banco-inversiones-lehman-brothers-se-declara-quiebra/156925.shtml>

Análisis Global. (21 de enero de 2009). *El caso Madoff: ¿Quién era? ¿Cómo maquinó u estafa? ¿Por qué nadie lo detectó?*. Recuperado el 10 de junio de 2015, de <https:// analisisglobal.wordpress.com/2009/01/21/el-caso-madoff-%C2%BFquien-era-%C2%BFcomo-maquino-su-estafa-%C2%BFpor-que-nadie-lo-detecto/>

Antón, A. (5 de junio de 2014). *El sector de fondos crece en España más del doble que en Europa*. Expansión. Recuperado el 30 de mayo de 2015, de <http://www.expansion.com/2014/06/05/mercados/1401993561.html>

Bloomberg. (4 de enero de 2015). *Credit Hedge Funds Game 'Stupid' Wall Street to Top Ranks Bloomberg*. Bloomberg. Recuperado el 27 de mayo de 2015, de <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-04/credit-hedge-funds-game-stupid-wall-street-to-top-2014-ranking>

Bolsa de Madrid. Madrid. Recuperado el 30 de junio de 2015, de www.bolsamadrid.es

Castillo, M. (13 de enero de 2014). *Madoff, el mayor escándalo financiero de la historia*. eolapaz.com. Recuperado el 10 de junio de 2015, de <http://www.eolapaz.com/madoff-el-mayor-escandalo-financiero-de-la-historia/>

Cotizalia. (14 de diciembre de 2008). *El Santander gestiona 2.330 millones vinculados a los productos de Madoff*. El Confidencial. Recuperado el 10 de Junio de 2015, de http://www.elconfidencial.com/mercados/fondos-de-inversion/2008-12-14/el-santander-gestiona-2-330-millones-vinculados-a-los-productos-de-madoff_813161/

EFE. (26 de febrero de 2011). *Una cena de "hedge funds" para comerse al euro*. El País. Recuperado el 09 de junio de 2015, de http://economia.elpais.com/economia/2010/02/26/actualidad/1267173192_850215.html

El Confidencial. (15 de diciembre de 2008). *BBVA reconoce pérdidas por productos estructurados de 300 millones de euros*. El Confidencial. Recuperado el 10 de junio de 2015, de http://www.elconfidencial.com/mercados/fondos-de-inversion/2008-12-15/bbva-reconoce-perdidas-por-productos-estructurados-de-300-millones-de-euros_813135/

Mueller, M. (03 de abril de 2013). *FSA- Autoridad reguladora de servicios financieros en el Reino Unido*. Oro y Finanzas. Recuperado el 27 de mayo de 2015, de <https://www.oroymasfinanzas.com/2013/04/financiamiento-servicios-financieros-reino-unido/>

Muñoz, M. (23 de mayo de 2013). *Selección de gestores, distribución entre estrategias y gestión del riesgo, claves en los fondos de hedge*. Funds people. Recuperado el 20 de mayo de 2015, de <http://www.fundspeople.com/noticias/seleccion-de-gestores-distribucion-entre-estrategias-y-gestion-del-riesgo-claves-en-los-fondos-de-hedge-90808>

Pozzi, S. (14 de diciembre de 2008). *La bola de nieve que nadie paró*. El País. Recuperado el 10 de Junio de 2015, de http://elpais.com/diario/2008/12/14/economia/1229209202_850215.html

Rayón Jerez, A. (20 de febrero de 2010). *La quiniela de los conspiradores*. alexrayon.es. Recuperado el 09 de junio de 2015, de <http://alexrayon.es/2010/02/20/la-quiniela-de-los-conspiradores/>

Santos, G. (03 de marzo de 2014). *Long-short, otro modo de invertir en bolsa*. Expansión. Recuperado el 09 de mayo de 2015, de <http://www.expansion.com/blogs/mercados-transparencias/2014/03/24/long-short-otro-modo-de-invertir-en.html>

Smith, A. (11 de diciembre de 2013). *5 cosas que no sabías sobre la épica estafa de Bernard Madoff*. CNN Español. Recuperado el 10 de junio de 2015, de <http://cnnespanol.cnn.com/2013/12/11/5-cosas-que-no-sabias-sobre-la-epica-estafa-de-bernard-mado>