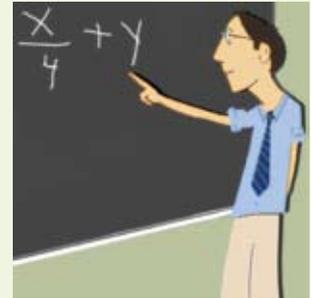


Fondos especulativos

Ángel Ubide



LOS FONDOS especulativos de cobertura pueden estar rodeados de un aura de exotismo y modernidad, pero sus objetivos son tan antiguos como el propio arte de invertir. Buscan un rendimiento anual positivo, escasas variaciones de su valor y, sobre todo, preservar el capital. Para lograr estos objetivos hacen uso de las técnicas financieras más modernas: descubrimiento rápido de precio, procesamiento matemático y estadístico masivo, técnicas de gestión y control de riesgos, y apalancamiento, además de negociación de acciones, bonos, divisas, futuros, opciones, swaps, futuros y otros derivados.

Debido a su carácter, los fondos especulativos de cobertura están reservados a los grandes inversionistas. Siempre han atraído a inversionistas privados e institucionales con un gran patrimonio. Este último grupo se ha ampliado considerablemente en los últimos años e incluye fondos de pensiones, organizaciones benéficas, universidades y fundaciones. Estos fondos se están empezando a introducir en los mercados minoristas, aunque a pequeña escala. Actualmente hay aproximadamente 8.500 fondos de cobertura operando en todo el mundo y gestionan activos por un valor superior a US\$1 billón. Un gran salto con respecto a los 2.800 registrados en el año 1995, que gestionaban activos por un valor de US\$2.800 millones, por no hablar de las cantidades invertidas en los primeros fondos de cobertura en la época de Aristóteles (véase el recuadro 1).

¿Qué es la cobertura de riesgos?

Las características que distinguen los fondos especulativos de cobertura de otros vehículos de inversión son la concentración en el rendimiento absoluto y la utilización de cobertura de riesgos, arbitraje y apalancamiento.

Rendimientos absolutos frente a rendimientos relativos.

Las estrategias de compra y mantenimiento suelen dar buenos resultados a muy largo plazo. El problema es la duración y el punto de partida, dado que el momento de comprar reviste suma importancia. Por ejemplo, a lo largo de cientos de años, el rendimiento medio de las acciones ha sido cerca del 8% anual, pero es posible que el precio no aumente durante décadas. El índice Standard & Poor, que bajó bruscamente tras alcanzar su valor máximo en 1968, ¡no recuperó su nivel de 1968, una vez descontada la inflación, hasta 1992! En los años setenta, estas oscilaciones obligaron a los gestores de inversión a concentrarse en los rendimientos *con respecto a* valores de referencia, como el índice S&P 500. De ese modo, sus resultados se comparaban con índices uniformes de categorías de activos,

y cuanto mejores fueran dichos resultados, más inversionistas atraían. Resumiendo, los gestores atraían a más inversionistas y ganaban más dinero, *incluso si el valor del fondo bajaba*, siempre que no bajara tanto como el índice de referencia.

Por el contrario, los gestores de fondos especulativos de cobertura se centran en los rendimientos *absolutos* en función del riesgo; es decir, su objetivo es aumentar al máximo el

Recuadro 1

Todo comenzó con las aceitunas

La primera inversión especulativa de cobertura que conocemos fue una “opción de compra”, que tuvo lugar hace unos 2.500 años. Aristóteles contaba la historia de Tales, un filósofo que inventó un “dispositivo financiero basado en un principio universal”, al obtener beneficios tras negociar con los propietarios de lagares de aceitunas el derecho exclusivo a utilizarlos en la siguiente cosecha. Los propietarios aceptaron gustosos el pago por adelantado como cobertura contra los riesgos asociados a los precios en caso de mala cosecha. Según parece, Tales acertó al predecir que la cosecha sería abundante, y la demanda de lagares aumentó. Vendió sus derechos de uso y obtuvo un beneficio. Con su “opción de compra”, Tales solo arriesgó la cantidad que había pagado por adelantado. Aunque no invirtió en campos, trabajadores ni lagares, participó activamente en la producción olivarera al asumir un riesgo que los cultivadores y los propietarios de los lagares no podían o no querían asumir, lo que les permitió concentrarse en el cultivo y el procesamiento de las aceitunas. Ellos obtuvieron un beneficio de su trabajo y Tales hizo otro tanto.

La historia moderna de los fondos especulativos de cobertura comenzó con el sociólogo y periodista Alfred Winslow Jones, quien en 1949 fundó uno de los primeros fondos de este tipo, utilizando apalancamiento y ventas a corto para “cubrir” su cartera contra las caídas de los precios. Estos fondos no despertaron gran interés hasta que, en 1966, un artículo en la revista *Fortune* señalara que Jones obtenía rendimientos un 44% superiores al mejor fondo de inversión, a pesar de que cargaba una comisión del 20% sobre los beneficios. En 1968 ya había unos 200 fondos especulativos de cobertura, aunque muchos desaparecieron con las crisis de 1969–70 y 1973–74. Volvieron a resurgir en los años noventa, impulsados por el alza de los mercados bursátiles.

valor de la inversión cada año, en lugar de conseguir mejores resultados que la media. Así pues, los ingresos de los gestores de fondos especulativos de cobertura dependen del incremento del patrimonio de los inversionistas —un porcentaje del rendimiento— y no de los resultados con respecto a un valor de referencia, por lo que se concentran exclusivamente en los rendimientos positivos. Aunque los gestores perciben también una comisión del 1% o el 2% al año por los activos que gestionan, casi toda su remuneración depende de la obtención de un rendimiento absoluto positivo. Además, suelen invertir cantidades importantes de su capital en el fondo, lo que hace coincidir sus intereses con los de los inversionistas y evita que tomen riesgos temerarios. Asimismo, la utilización de un nivel máximo de seguridad —por el que las pérdidas de capital deben recuperarse antes de proceder al pago de comisiones— constituye un firme incentivo para preservar el capital. En este contexto, reducir las variaciones del valor e inmunizar la cartera de inversiones especulativas del fondo contra las oscilaciones generales del valor de mercado, mediante la cobertura de riesgo, son medidas esenciales para obtener el máximo rendimiento a largo plazo.

Cobertura de riesgos, arbitraje y apalancamiento. ¿Qué es la *cobertura de riesgos*? Es una técnica de protección de una cartera contra las variaciones súbitas del valor de mercado, que consiste en comprar y mantener activos con buenas perspectivas a largo plazo, y en vender al mismo tiempo activos con perspectivas dudosas. Esta última técnica, la venta a corto, consiste en pedir prestadas acciones a terceros y venderlas, para luego volver a comprarlas a menor precio y devolverlas a su titular inicial. La diferencia entre su precio de venta y el precio de recompra es el beneficio. El desarrollo de futuros sobre acciones negociadas en mercados e índices bursátiles, opciones y otros derivados en los últimos cincuenta años ha generado un sinfín de formas de realizar operaciones de venta a corto y cobertura de riesgos (véase el recuadro 2).

La técnica del *arbitraje* se basa en el hecho de que un activo se negocia a veces a diferentes precios en distintos mercados a la vez. Dado que un activo debería venderse al mismo precio en todos los mercados al mismo tiempo, una manera de obtener beneficios con bajo riesgo es vender el activo mejor cotizado en un mercado (vender a corto) y comprar el activo menos cotizado (comprar a largo) en el otro mercado. Cuando convergen los precios se puede obtener un beneficio de arbitraje vendiendo el activo adquirido a bajo precio y recomprando el activo vendido a un precio más alto. Un ejemplo típico son los bonos empresariales convertibles en acciones de la empresa.

Los gestores de fondos especulativos de cobertura tratan de obtener rendimientos absolutos buscando el mayor número de oportunidades inmunes a las oscilaciones del mercado: generando rendimientos *alfa* (rendimientos no relacionados con el comportamiento del mercado), en lugar de *beta*. Como estas oportunidades ofrecen márgenes comerciales reducidos, con el *apalancamiento* y una buena gestión de riesgos se busca obtener buenos rendimientos con baja volatilidad. La variable clave es el rendimiento en función del riesgo. El parámetro más utilizado en estos casos es el coeficiente de Sharpe (la relación entre el rendimiento medio y su desviación típica). Cuanto mayor sea el coeficiente, mayor será el rendimiento en función de un parámetro determinado de riesgo.

La idea básica es que los beneficios de los fondos especulativos de cobertura no se obtienen prediciendo con exactitud la tendencia de los precios, sino identificando oportunidades asociadas a los precios. Para creer en el éxito de estos fondos hay que olvidarse de la conocida hipótesis sobre los mercados, según la cual ningún modelo de proyección de las tendencias de variación de los precios es mejor que arrojar una moneda al aire. De hecho, los fondos de cobertura promueven la eficacia de los mercados, ya que, procurando eliminar los errores asociados a los precios, dichos fondos contribuyen a una con-

Recuadro 2

Estrategias básicas de arbitraje de los fondos especulativos de cobertura

Arbitraje convertible. Estrategia en la que los gestores compran una cartera de títulos convertibles en otro tipo de valores. Un ejemplo son los bonos empresariales convertibles en acciones de las sociedades emisoras. Los precios de los bonos y acciones suelen guardar una estrecha relación, pero a veces las condiciones de ambos mercados provocan desajustes entre los mismos. Los fondos especulativos de cobertura compran y venden bonos y acciones al mismo tiempo, ajustando así los precios y beneficiándose de los errores de precios del mercado.

Valores con dificultades. Estrategia en la que los gestores piden fondos prestados para invertir en deuda y acciones de sociedades en proceso de reorganización tras una quiebra o que pueden declararse en quiebra en un futuro cercano.

Fusión impulsada por los hechos. Estrategia en la que los gestores invierten en oportunidades derivadas de transacciones importantes, como transferencias de activos, fusiones y adquisiciones, reorganizaciones tras una quiebra, recapitalizaciones y recompra de acciones.

Global macro. Estrategia en la que los gestores aplican planteamientos “descendentes” e invierten utilizando cualquier instrumento para aprovechar las variaciones erráticas de los mercados provocadas por cambios en las economías mundiales, las condiciones geopolíticas, el equilibrio entre demanda y oferta u otros cambios a gran escala.

Largo/corto. Estrategias en las que los gestores toman posiciones largas en valores con posibilidades de subir y posiciones cortas en valores cuya caída prevén, a fin de proteger su cartera de la volatilidad del mercado. Un ejemplo es una cartera formada por posiciones largas en las sociedades más fuertes de un sector y posiciones cortas en las sociedades más débiles.

Mercado neutral. Estrategias a largo/corto en las que los gestores invierten el mismo capital para compensar las posiciones largas y cortas, y mantener la cartera con riesgo nulo o casi nulo.

Arbitraje de volatilidad. Estrategia en la que los gestores venden opciones de compra y venta a corto plazo para beneficiarse del descenso de la prima y de las tendencias de regreso a la volatilidad media mediante opciones basadas en índices y/o opciones sobre contratos de futuros.

vergencia más rápida y eficaz de los precios hacia el equilibrio de mercado, disminuyen los errores asociados a los precios, reducen los extremos y ayudan a estabilizar los mercados al “comprar a bajo precio y vender a alto”.

Desterrar los mitos sobre los fondos especulativos de cobertura

Se ha debatido mucho sobre los fondos especulativos de cobertura, sus efectos sobre la estabilidad financiera mundial —tras el rescate, en 1998, de un importante fondo estadounidense (véase el recuadro 3)— y su regulación y supervisión. En realidad, estas preocupaciones son exageradas. Veamos dos de los mitos más generalizados.

Primero: Los fondos especulativos de cobertura mueven los mercados en beneficio propio o causan trastornos en los mismos. Tras un análisis exhaustivo, la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos indicó que no existen pruebas de que los fondos de cobertura muevan los mercados y tampoco se ha demostrado en los estudios que fueran causa de la crisis asiática u otros trastornos económicos mundiales (Eichengreen *et al.*, 1998). El desarrollo de las “operaciones de acarreo” (pedir prestado a bajo interés y prestarlo a un interés superior) sí contribuyó a la crisis del mecanismo cambiario europeo de 1993, a la crisis del peso de 1994–95 y a la crisis asiática de 1997–98. Pero el principal factor subyacente de estos fenómenos fue el desajuste entre los tipos de cambio y los parámetros fundamentales de la economía, y no la intervención de los opera-

dores financieros. De hecho, el estudio del FMI dirigido por Eichengreen indica que los fondos de cobertura, al asumir el riesgo de comprar algunos de los activos que ya habían bajado, contribuyeron a limitar las caídas durante la crisis asiática y adelantaron la recuperación.

La realidad es que los fondos especulativos de cobertura aumentan la eficacia y, en muchos casos, la liquidez de los mercados financieros, como lo reconocen la Reserva Federal estadounidense, la Comisión de Valores y Bolsa de Estados Unidos y el FMI. No solo contribuyen a ajustar los excesos de los mercados, sino que también ayudan a los bancos y a otros acreedores a repartir los riesgos derivados de la actividad económica real gracias a su participación activa en el mercado de instrumentos financieros titulizados. Y debido a que, en muchos casos, guardan una menor correlación con la deuda en general y con los mercados de acciones, permiten a las entidades de inversión tradicionales reducir riesgos mediante la diversificación de las carteras.

Segundo: Los fondos especulativos de cobertura no están regulados ni supervisados. La realidad es que, en Estados Unidos, los fondos especulativos de cobertura son regulados y supervisados por siete organismos públicos (la Reserva Federal, el Departamento del Tesoro, la Comisión de Valores y Bolsa, la Comisión sobre el Comercio de Futuros de Productos Básicos, la Asociación Nacional de Futuros, la Contraloría de la Moneda y la Corporación Federal de Seguros de Depósitos) y por numerosos organismos internacionales.

Han llegado para quedarse

Los fondos especulativos de cobertura se denominan así porque utilizan todas las técnicas de cobertura para reducir la volatilidad de las carteras. Cada vez son más populares, dado que la propiedad de capital entre los particulares va en aumento y que los propietarios de grandes capitales tratan de conservar su patrimonio en mercados volátiles. Para calmar las inquietudes sobre su transparencia y supervisión, las autoridades públicas buscan nuevos enfoques para estabilizar el sistema financiero y proteger a los inversionistas, sin privar a estos de las ventajas que los fondos especulativos de cobertura ofrecen a los mercados financieros. ■

Ángel Ubide es Director de Economía Mundial de Tudor Investment Corporation.

Recuadro 3

La debacle de LTCM

En todos los mercados hay fracasos y los fondos especulativos de cobertura no son una excepción. El caso más famoso es el de Long-Term Capital Management (LTCM), fondo muy conocido que perdió todo su capital en 1998, cuando, debido a un súbito repunte de la volatilidad, aumentaron rápidamente sus pérdidas y se vio obligado a liquidar. Además de algunas estrategias dudosas, el fracaso de LTCM se debió sobre todo a que sus sistemas de gestión de riesgo y sus bancos eran deficientes y a que sus posiciones de inversión eran excesivas en relación con el volumen total de los activos en el mercado. Cuando los precios fueron desfavorables, LTCM no pudo vender sus valores con la suficiente rapidez. Y como no tuvo más remedio que vender para ajustar su cartera, sus pérdidas aumentaron de manera desproporcionada. Las posiciones de LTCM eran tan amplias y estaban vinculadas a tantas entidades financieras que sus dificultades se convirtieron en un riesgo sistémico, lo que provocó la intervención de las autoridades.

Tras el fracaso de LTCM, las sociedades que negocian con estos fondos han mejorado su gestión de riesgos de contraparte, y las instituciones reguladoras nacionales y extranjeras han reforzado la supervisión de los mismos. Pero quizá lo más importante es que los principales fondos de cobertura han adoptado mejores prácticas para el sector. Y las evaluaciones de seguimiento, como la del Foro sobre Estabilidad Financiera de 2002, indican que la disciplina en la gestión de riesgo ha aumentado y el apalancamiento ha disminuido.

Referencias:

Eichengreen, Barry J., et al., 1998, Hedge Funds and Financial Market Dynamics, *IMF Occasional Paper No. 166* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Fondo Monetario Internacional, 2004, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, *septiembre de 2004, Estudios económicos y financieros del FMI* (Washington).

———, 2005, Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, *abril de 2005, Estudios económicos y financieros del FMI* (Washington).

Foro de Estabilidad Financiera, 2002, “The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions (HLIs): An Assessment” (Basilea).

Managed Funds Association, 2003, “2003 Sound Practices for Hedge Fund Managers” (Washington).