

EL PEQUEÑO LIBRO



DE LOS
HEDGE
FUNDS

*Todo lo que necesitas saber sobre los hedge funds
y que los gestores no te contarán*



ANTHONY SCARAMUCCI

Prólogo de Nouriel Roubini

Traducción de Carla López Fatur

DEUSTO

ANTHONY SCARAMUCCI

EL PEQUEÑO LIBRO DE LOS HEDGE FUNDS

El pequeño libro de los hedge funds

Todo lo que necesitas saber
sobre los hedge funds
y que los gestores no te contarán

ANTHONY SCARAMUCCI

Prólogo de Nouriel Roubini

Traducción de
Carla López Fatur



EDICIONES DEUSTO

Título original: *The Little Book of Hedge Funds*

Publicado por John Wiley & Sons, Inc

© Anthony Scaramucci, 2012. Todos los derechos reservados.

© de la traducción: Carla López Fatur, 2019

© Editorial Planeta, 2019

© de esta edición: Centro de Libros PAF, SLU.

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAF, SLU.

Av. Diagonal, 662-664

08034 Barcelona

www.planetadelibros.com

ISBN: 978-84-234-3085-7

Depósito legal: B. 20.033-2019

Primera edición: octubre de 2019

Preimpresión: pleka scp

Impreso por Artes Gráficas Huertas, S.A.

Impreso en España - *Printed in Spain*

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea este electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal).

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra. Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47.

Sumario

Prólogo de Nouriel Roubini	11
Introducción. Anatomía de los hedge funds	15
Capítulo 1. ¿Qué es un hedge fund?	31
Capítulo 2. Los vagones de primera clase del tren de las oportunidades	65
Capítulo 3. Acceder a lo inaccesible	89
Capítulo 4. Si sale cara, ganamos nosotros; si sale cruz, pierdes tú	107
Capítulo 5. El juego de alfa	121
Capítulo 6. Eliminar las ineficiencias	159

Capítulo 7. Un acto de equilibrio	161
Capítulo 8. Si no puedes vencerlos, únete a ellos . . .	191
Capítulo 9. Los hombres detrás del telón	219
Capítulo 10. De Wall Street a Park Avenue.	243
Conclusión. Lo que nos espera.	267
Apéndice. Cuestionario de diligencia debida.	275
Agradecimientos	281

Capítulo 1

¿Qué es un hedge fund?

La tradicional cartera de inversión en posiciones largas frente a la cartera de inversión alternativa de los hedge funds

En general, los hedge funds se consideran la inversión por excelencia de los ricos y los entendidos, y son más interesantes y divertidos de comentar que los fondos indexados de Vanguard.

CLIFF ASNESS, AQR Capital Management

CORRÍA EL AÑO 1989. Acababa de incorporarme al departamento de banca de inversión de Goldman Sachs (una industria que fascina a muchos graduados en Empresariales y estudiantes de las universidades de la Ivy League). Unos pisos más arriba, se hallaba el legendario director de investigación Lee Cooperman, a quien Goldman Sachs había encargado la creación de un fondo de inversión y

confiado la dirección de la división de gestión de activos. Ese fondo de renta variable en posiciones largas se llamó GS Capital Growth.

A pesar de su consumado éxito en la selección de acciones y el análisis de cuentas de resultados y balances generales, Cooperman tenía mucha curiosidad por crear un hedge fund porque creía que un fondo de esas características podía beneficiarse de la selección inteligente de acciones aun cuando el mercado a veces pareciese sobrevalorado. De modo que se presentó ante los mandamases de Goldman Sachs e intentó convencerlos de que dieran luz verde al hedge fund. En aquel momento, los jefes rechazaron la propuesta porque temían las consecuencias de la venta en corto de las acciones de uno de sus clientes de inversión. A fin de cuentas, ningún banco de inversión deseaba escribir una recomendación de venta por miedo a perder su relación con las empresas que cubría... y menos habiendo honorarios de asesoramiento de por medio. La idea de vender en corto las acciones de una empresa cliente del banco era entonces impensable. No obstante, a Lee Cooperman no le apasionaba la gestión de empresas, sino la gestión de inversiones.

Poco después, fundó Omega Advisors. Aunque su fondo sufrió algunos altibajos, Cooperman gozó de una carrera profesional espectacular y generó cuantiosas rentabilidades para sus clientes. El hecho de que el fondo recurriera a las ventas en corto, las opciones y los derivados

como mecanismos de cobertura permitió que la cartera fuera menos volátil y más rentable que la de un fondo de inversión clásico.

¿Por qué cuento esto? Una respuesta simplista sería que *El pequeño libro de los hedge funds* estaría incompleto sin las historias de las grandes figuras que se han convertido en leyendas de los hedge funds. De hecho, *grande* es el adjetivo que mejor define a la industria: grandes son sus gestores, sus éxitos y fracasos, su halo de misterio, sus repercusiones en el mercado global. Vale... es cierto que se trata de una industria pequeña y joven que está en proceso de maduración, pero también de una industria perenne con grandes efectos en el mercado y los inversores.

En la actualidad, la industria de los hedge funds se encuentra en una etapa de eclosión similar a la vivida hace más de medio siglo por los fondos de inversión. Estamos presenciando una fuerte reasignación de activos y, pese a la competencia de los fondos de inversión, los hedge funds serán una fuente de poder constante en el mundo de la gestión de inversiones.

Así que retomo la pregunta: ¿por qué cuento esto? Porque, para entender la industria de los hedge funds y sus repercusiones en el mercado y las inversiones, primero hay que entender en qué consiste esa herramienta de inversión alternativa y saber cómo difiere de las clases de activos tradicionales como los fondos de inversión.

Los fondos de inversión se asemejan a los hedge funds en el sentido de que ambos son vehículos de inversión colectiva que invierten en valores cotizados en bolsa con el objetivo de generar rentabilidades positivas; no obstante, existen algunas diferencias entre estos falsos gemelos. En el presente capítulo, exploraremos esas diferencias para que tengas una idea más clara de qué son los hedge funds y determines si son un vehículo de inversión adecuado para tu cartera. Además, te ayudaremos a que entiendas sus efectos en el mercado global.

Comparar peras con manzanas

Basta con hablar con un gemelo (o mellizo) para comprender que su vida ha sido un mar de comparaciones. ¿Cuál de los dos es más guapo? ¿Cuál es más listo? ¿Y más extrovertido? ¿A quién se le dan mejor los números? ¿Quién gana más dinero? ¿Cuál de los dos recibió la mejor educación? Ya sabes a lo que me refiero. Del mismo modo, el mundo financiero está plagado de comparaciones dispares entre productos de inversión que desconciertan y confunden a los inversores. Una comparación frecuente es la de los fondos de inversión con los hedge funds.

Los fondos de inversión son aviones de hélice; los hedge funds son aviones de reacción. Los fondos de inversión

son médicos de familia; los hedge funds, cirujanos (por lo general, especializados en neurocirugía). Los fondos de inversión son los helados de vainilla de Breyers; los hedge funds son los helados de cereza con trozos de chocolate de Ben & Jerry's. Los fondos de inversión son las vísperas de Año Nuevo con Guy Lombardo, los hedge funds son espectáculos donde el alcalde Michael Bloomberg baila (y se besa) con Lady Gaga. Los fondos de inversión son Rodney Dangerfield; los *hedge funds*, Jon Stewart. Los fondos de inversión son Berlín y su muro; los *hedge funds*, Berlín y sus ostentosas galerías de arte.

¿He machacado a la industria de los fondos de inversión? No era mi intención. Como musa de los hedge funds, sólo quería transmitirte que la industria de los fondos de inversión ha madurado y se ha tornado prosaica, mientras que los hedge funds pertenecen a una industria innovadora. Pero dejemos a un lado las analogías lúdicas y fundemos las comparaciones en hechos. Empezaremos contrastando las definiciones y los rendimientos de ambos fondos, ¿qué te parece?

Según la SEC, un fondo de inversión es una sociedad de inversión gestionada por un profesional que invierte el dinero de sus clientes en acciones, bonos, instrumentos del mercado monetario y efectivo. Aunque muchas empresas de corretaje hacen creer a los inversores que la cartera está compuesta por diversas subcategorías —como acciones de crecimiento de gran capitalización,

acciones de valor de gran capitalización, bonos municipales y obligaciones del Tesoro—, la mayoría de las carteras son el equivalente al tradicional y soso helado de vainilla y sólo incorporan acciones y bonos. De acuerdo con el antiguo cliché de la inversión, para determinar la asignación de activos, es decir, qué porcentaje de la cartera invertir en renta fija y qué porcentaje en renta variable, el inversor tiene que restar su edad a cien. El resultado será el porcentaje que invertir en acciones y el resto, el porcentaje que debería invertir en bonos.

Ahora bien, cualquier persona que no haya vivido en las nubes durante el otoño de 2008 podrá decirte a ciencia cierta lo que ocurre con esa asignación de activos (sólo en posiciones largas) en condiciones adversas de mercado. Puede que la combinación de activos tradicionales sea una estrategia ganadora durante períodos de crecimiento estable y sostenido; pero, en el último decenio, no sólo no ha funcionado, sino que ha resultado nefasta. Por ello, muchos inversores han replanteado la estructura y la composición de su cartera.

Aquí es donde entran los hedge funds (es decir, la comparación con los hedge funds). Como explicamos en la introducción, los hedge fund son vehículos de inversión alternativa que buscan generar rentabilidades absolutas mediante un amplio abanico de estrategias de inversión alternativa y de inversión tradicional que aprovechan las oportunidades de mercado a la vez que

protegen el principal, preservan el capital y maximizan las rentabilidades. Son fondos de inversión privados gestionados de forma activa por gestores que, por lo general, son inversores del fondo y cobran una comisión por resultados del 20 por ciento. Aunque las carteras de muchos gestores de hedge funds se componen de acciones, bonos e inversiones alternativas, la asignación clásica varía en función de la estrategia de inversión adoptada por el gestor. En otras palabras: los gestores de hedge funds no tienen interés en los gráficos que dividen la cartera en porcentajes, sino en el aprovechamiento de las anomalías del mercado y la obtención de cierta ventaja informativa por medio de una amplia gama de estrategias de inversión y *trading*.

No soy tan ingenuo como para insinuar que los hedge funds tuvieron buenos rendimientos durante la crisis financiera, pero en comparación con las tradicionales carteras en acciones y bonos, causaron menos estragos. En 2008, la industria de los hedge funds cayó en promedio un 22 por ciento; no obstante, salió mejor parada que el mercado, que ese mismo año registró una caída en torno al 55 por ciento. Además, según los datos de Hedge Fund Research, si un inversor hubiera invertido 1.000 dólares en un hedge fund a principios de 2001, habría obtenido 1418,89 dólares a finales de 2010 (una vez descontados los impuestos y las comisiones). En cambio, de haber invertido 1.000 dólares a principios de 2001 en

el índice Standard & Poor's 500, el inversor habría obtenido sólo 920,67 dólares a finales de 2010.

En palabras de Ronald Reagan: «Los hechos son inquietantes; no mienten y son irrefutables». Los hedge funds son productos que, en términos generales, han obtenido buenos rendimientos en los mercados bajistas o laterales. Si en el futuro quieres ganar más dinero y reducir posibles pérdidas, has de dedicar tiempo a estudiar las diferencias entre los hedge funds y los fondos de inversión.

Regulación... o ausencia de la misma

Según el informe «Hedging Your Bets: A Heads Up on Hedge Funds», elaborado por la SEC, la principal diferencia entre los fondos de inversión y los hedge funds radica en la regulación (o la ausencia de la misma):

A diferencia de los fondos de inversión, los hedge funds no se registran en la SEC [...]. Además, los gestores de hedge funds no están obligados a registrarse en la SEC y, por tanto, no están sometidos a su supervisión. Debido a esta falta de supervisión regulatoria, el acceso a los hedge funds se ha limitado históricamente a inversores acreditados e inversores institucionales con mínimos de inversión elevados (por ejemplo, de 1 millón de dólares).

Los fondos de inversión están sometidos a la estricta regulación de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940, en virtud de la cual están obligados a invertir en valores negociables según los objetivos de inversión declarados. Además, deben cumplir otras obligaciones, entre ellas informar al público sobre los activos y el rendimiento del fondo, ofrecer liquidez diaria, calcular el valor diario de las participaciones y facilitar a los inversores el folleto informativo del fondo antes de la suscripción de participaciones.

Los hedge funds, en cambio, están sujetos a escasa regulación y supervisión, y no están obligados a registrarse en la SEC o en la Comisión de negociación de futuros de Estados Unidos. Y seamos realistas: hoy día el registro no es garantía de nada; recordemos que la sociedad Bernard L. Madoff Investment Securities LLC estaba registrada en la SEC. (Una breve aclaración: Los medios de comunicación etiquetaron a Madoff como «el hombre de los hedge funds», pero lo paradójico del asunto es que en realidad no gestionaba ni un fondo de inversión ni un hedge fund, sino una cuenta separada que le reportó muchísimo dinero y miles de clientes que lo metieron en el mundo de la inversión alternativa. No fue la regulación lo que detuvo a Madoff, sino la recesión.)

En cuanto a las normas impuestas a los hedge funds, cabe mencionar las siguientes:

- *Tipo de inversor*: como hemos mencionado antes, el acceso a los hedge funds está restringido a inversores particulares o institucionales «acreditados» que cumplen una serie de requisitos actualizados por última vez en verano de 2010 (de los cuales hablaremos en el capítulo 3).
- *Número de inversores*: en un hedge fund pueden invertir a lo sumo quinientos socios comanditarios o partícipes.
- *Promoción*: para captar clientes, los hedge funds no pueden recurrir a las tradicionales técnicas de marketing y publicidad. Deben adoptar un enfoque «justo y equilibrado» en la difusión de la información y actuar con cautela para transmitir el mensaje cumpliendo con la normativa.

En un futuro no tan lejano, las autoridades reguladoras hallarán el modo de reforzar la vigilancia sobre el sector de los hedge funds. En mi opinión, ello no afectará a la ambidexteridad de la industria ni tampoco a su proceso de inversión, sino que proporcionará la transparencia y la divulgación necesarias para proteger a los inversores.

Tamaño: el talón de Aquiles

Los hedge funds difieren en gran medida de los fondos de inversión en cuanto al volumen de activos gestionados.

Según Daniel Strachman, autor del libro *Getting Started in Hedge Funds*, el hedge fund más grande gestiona un patrimonio superior a los 120.000 millones de dólares; mientras que el patrimonio gestionado por el mayor complejo de fondos de inversión supera los 2,7 billones de dólares. No obstante, la cifra es bastante engañosa, puesto que hay un gran número de hedge funds cuyos activos gestionados no superan los 10 millones de dólares.

Los hedge funds no pueden acumular capital de la misma forma que algunos de los mayores fondos de inversión. Si acaso, aumentarán de tamaño a raíz del rendimiento y el crecimiento orgánico. Si crecen en demasía, no podrán mantenerse fieles a los objetivos de rentabilidad total, ya que el crecimiento del fondo depende de su agilidad y dinamismo.

¿Cuáles son las implicaciones de este hallazgo en el mercado global? Dado que los hedge funds son más pequeños que los fondos de inversión y que los grandes bancos, sus inversiones tienen menos repercusiones directas en el movimiento general del mercado. Además, como instituciones «suficientemente pequeñas para quebrar», el colapso de un hedge fund por lo general no requiere la intervención del Gobierno ni rescates con dinero de los contribuyentes, en tanto que los bancos son «demasiado grandes para quebrar» y requieren dicha intervención.

Dicho esto, el gran crecimiento de la industria de los hedge funds (cuyo ritmo ha mermado un poco desde la

crisis económica de 2007-2009) se describe a menudo como el talón de Aquiles de muchos fondos en cuanto a resultados netos. ¿Por qué? Porque a mayor número de fondos, mayor cantidad de dinero habrá para efectuar operaciones similares con estrategias similares, lo cual menoscaba la capacidad del fondo para operar y aumentar su rendimiento.

Piénsalo de esta manera: los elefantes no caben en bañeras pequeñas ni reciben mimos. Los gestores de hedge funds han de ser suficientemente grandes para escalar un proceso de investigación e inversión disciplinado y riguroso, pero no tan grandes como para obtener rendimientos diluidos.

Las comisiones del gestor:
la infame estructura dos-veinte

Es probable que la diferencia más controvertida entre los fondos de inversión y los hedge funds sea la estructura de comisiones e incentivos. Los fondos de inversión convencionales (o aquellos que invierten en los mercados de renta fija y renta variable) cobran un porcentaje fijo del patrimonio gestionado y repercuten las pérdidas o las ganancias a los inversores. Esa comisión de gestión suele oscilar entre el 1 y el 1,75 por ciento del patrimonio gestionado.

En términos generales, los fondos de inversión cobran una única comisión calculada en función de los activos gestionados, mientras que los hedge funds cobran dos: una comisión de gestión de entre el 1 y el 2 por ciento de los activos gestionados más una comisión por resultados equivalente al 20 por ciento del rendimiento del fondo. Esa estructura de comisiones, conocida como dos-veinte, guarda relación directa con el rendimiento del fondo. Por otra parte, el hecho de que la retribución del gestor esté vinculada al rendimiento de la inversión tiene efectos positivos y negativos en la industria, tanto en términos de resultados como de percepción.

Como efecto positivo, cabe destacar que las comisiones por resultados (así como las comisiones fijas) suelen atraer a profesionales más capacitados y talentosos a la industria, lo cual a su vez se cree que constituye uno de los principales impulsores del rendimiento. En mi opinión, tiene sentido. Al fin y al cabo, no resulta tan descabellado que una estructura de comisiones que promete grandes recompensas atraiga a talentos del más alto nivel dotados de la confianza necesaria para adoptar decisiones antagónicas a las del resto. Basta con mirar a los Yankees de Nueva York.

Por otro lado, los detractores de la estructura dos-veinte sostienen que las comisiones asimétricas y elevadas perjudican a largo plazo a los inversores. Los hedge funds, que han sido tildados de «sistema de retribución disfrazada»

do de clase de activo», generalmente no exigen a los gestores que devuelvan las comisiones a los inversores cuando el fondo genera pérdidas. En cambio, las pérdidas y las ganancias de los fondos de inversión deben tener un efecto simétrico, es decir, la comisión del gestor será la misma con independencia de que el rendimiento del fondo sea superior o insuficiente con respecto al índice de referencia.

La estimulante estructura de comisiones de los hedge funds levantó un gran revuelo en la industria porque, según sus detractores, da lugar a una asunción de riesgos excesiva. Sin embargo, la crisis económica de 2007-2009 demostró lo contrario. Puesto que la estructura remunerativa de los grandes bancos está profundamente ligada al rendimiento de esas entidades, los detractores de la inversión tradicional sostienen que los banqueros pueden asumir riesgos innecesarios a fin de conseguir beneficios exorbitantes que llamen la atención de los directivos de nivel superior, lo cual determina el importe de sus respectivas gratificaciones. Esa estructura remunerativa termina debilitando la estabilidad financiera porque vincula los beneficios de los accionistas al rendimiento del banco.

Además de la estructura de comisiones, los gestores de hedge funds suelen invertir capital propio en el fondo, lo cual, en teoría, armoniza los intereses del gestor y del inversor. Según el gurú de los fondos de dotación David Swensen, la inversión del gestor fomenta la búsqueda

de rentabilidades superiores y al mismo tiempo protege contra el riesgo de pérdida del principal. En palabras de Swensen: «La idea de que el gestor crea suficientemente en su producto de inversión como para hacer una aportación considerable al fondo indica que el gestor comparte la orientación del inversor».⁵

Si bien tanto los fondos de inversión como los hedge funds están gestionados por profesionales que toman decisiones de inversión en nombre y representación de sus clientes, el hecho de que los gestores de hedge funds acostumbren a invertir en los fondos que gestionan es un aliciente para que protejan el patrimonio y los beneficios. Al dejarse la piel en el juego y apostar por el fondo como el resto de los partícipes, tienen más incentivos para generar rentabilidades positivas.

Como podrás intuir, la estructura de comisiones de los hedge funds comporta ventajas y desventajas; hablaremos de ellas en el capítulo 4.

Estrategias de inversión: un resumen

Como inversiones alternativas, los hedge funds pueden operar prácticamente en cualquier tipo de mercado y uti-

5. David F. Swensen, *Pioneering Portfolio Management: An unconventional Approach to Institutional Investment*, Free Press, 2000.

lizar casi cualquier tipo de estrategia de inversión. Aunque el *New York Times* calificó los instrumentos utilizados por los hedge funds de «exóticos y arriesgados», cabe mencionar que la mayoría de las entidades financieras utilizan esos instrumentos «exóticos»... pero en distintas condiciones.

Ventas en corto

En general, los gestores de fondos de inversión sólo pueden tomar posiciones «largas». En otras palabras: compran títulos como acciones, bonos o cualquier otro instrumento del mercado monetario con la expectativa de que se revaloricen. Se cargan de acciones «calientes» cuando se prevé un mercado alcista y luego las venden cuando se pronostica un mercado bajista. En ese escenario, los inversores suelen optar por carteras 60-40 (60 por ciento en acciones y 40 por ciento en obligaciones).

Los gestores de hedge funds, por su parte, pueden recurrir a un amplio abanico de estrategias de inversión para cubrir sus apuestas (es decir, realizar operaciones de cobertura para aumentar los beneficios y compensar las pérdidas de sus inversiones). Al igual que las pólizas de seguro, esas técnicas de inversión están diseñadas para evitar pérdidas cuando otras inversiones se deprecian. (Sin embargo, en 2008 hemos aprendido que, pese

al rendimiento histórico, la mayoría de las clases de activos tuvieron alta correlación. A excepción del efectivo y los valores del Tesoro, cayeron casi todas.)

Aunque los gestores de hedge funds también invierten en posiciones largas, tienen la libertad de tomar tanto posiciones largas como posiciones cortas al objeto de generar rendimientos positivos y reducir los riesgos.

Funciona de la siguiente manera: los gestores dividen los valores en dos grupos; uno con los valores que creen que subirán más rápido que el mercado y otro con los valores que creen que caerán más rápido que el mercado. A continuación, toman posiciones largas en el primer grupo (valores al alza) y posiciones cortas en el segundo grupo (valores a la baja). Esto les permite neutralizar el riesgo de mercado, aprovechar la turbulencia del mercado y asegurar las ganancias al margen de las caídas o las subidas del mercado. En palabras de A. W. Jones, el fundador del primer hedge fund: «Las posiciones cortas te permiten comprar más acciones sin asumir tanto riesgo como quien las compra sin más».

Parece sencillo... pero no lo es. Jugar a combinar posiciones largas y cortas puede ser bastante complicado. Para vender acciones u otros valores en corto, los gestores deben abrir cuentas de margen. En otras palabras, deben recurrir al apalancamiento (esto es, pedir dinero prestado) para ganar más dinero y aumentar las rentabilidades. ¿Suena arriesgado? Lo es... pero abordaremos esa

cuestión es unos instantes. Ahora continuemos con lo que nos ocupa: la venta en corto de acciones.

CÓMO VENDER ACCIONES EN CORTO

Paso 1: el gestor del hedge fund identifica una posición que cree que está sobrevalorada en el mercado; para ello, realiza un análisis exhaustivo de los indicadores fundamentales de la empresa o un análisis técnico. Otra posibilidad sería que el intermediario principal (el *prime broker*) le facilitara información sobre posibles posiciones cortas.

Paso 2: el gestor pide prestadas las acciones al intermediario principal y las vende en el mercado. (Antes existía una norma llamada *uptick rule* que sólo permitía tomar posiciones bajistas ante una subida en el último precio de la acción [*tick*]. Muchas personas creen que debería volver a implantarse; pero hasta entonces, puedes vender las acciones directamente en el mercado.)

Paso 3: si el gestor está en lo cierto (como lo estuvo David Einhorn con Lehman Brothers en 2008 y en la actualidad con Green Mountain Roasters) en cuanto a que los indicadores fundamentales de la empresa son incorrectos y las acciones están sobrevaloradas, las cotizaciones caerán de forma abrupta.

Paso 4: el gestor recompra las acciones a un precio más barato en el mercado y se las devuelve al prestamista.

Paso 5: el gestor se embolsa las ganancias, menos el importe pagado al intermediario por el «préstamo».

Si el gestor se equivoca y las acciones repuntan, aun así tendrá que recomprarlas y pagar la comisión del prestamista, por lo que incurrirá en pérdidas. Un pánico comprador masivo se conoce como «estrangulamiento de posiciones cortas» (*short squeeze*). Esta situación se produce cuando un gran número de gestores vende en corto y posteriormente las acciones suben. En ese caso, los gestores se ven obligados a comprarlas para salir del apuro y limitar las pérdidas, pero, al hacerlo, provocan un aumento de la demanda que a su vez encarece aún más el precio de las acciones.

¿Cómo difiere esa práctica de los principios operativos de los fondos de inversión convencionales? Veámoslo a continuación.

Imagina que eres un Warren Buffett y posees un talento extraordinario para seleccionar las mejores acciones y comprender en profundidad las condiciones del mercado. Afortunadamente, te acaban de dar 100.000 dólares para invertir.

Supongamos que crees que las acciones de Gotham-Day están sobrevaloradas a 100 dólares por acción (no te

molestes en buscarlas: son acciones ficticias. ¿Realmente crees que mi equipo de ética y cumplimiento me dejaría publicar consejos sobre acciones?). Como sabes que los indicadores fundamentales de GothamDay son deficientes, estás convencido de que las acciones van a caer. De modo que pides prestadas 100 acciones de GothamDay al intermediario principal y las vendes a 10.000 dólares. Unos meses después, el precio de las acciones cae a 50 dólares. Entonces recompras las 100 acciones a 5.000 dólares (50 dólares por acción), se las devuelves al intermediario y te embolsas la diferencia (5.000 dólares).

Parece fácil, pero no lo es. Operar en corto es difícil. De hecho, la mayoría de los gestores no lo hace bien. Se trata de una actividad compleja que requiere un análisis exhaustivo de los indicadores fundamentales, una profunda comprensión de la dinámica y la psicología del mercado, capacidad para trabajar bajo presión y sentido de la oportunidad. Es casi como tener que aprender los fundamentos de la inversión con un libro frente al espejo: ¡todo está al revés! ¿Alguna vez has conducido marcha atrás a 100 km/h en una autopista? Me lo suponía.

Por supuesto, la estrategia sólo surte efecto si el gestor tiene pericia en la selección de acciones. ¿Qué sucede si tu apuesta no da resultado? ¿Qué ocurre si GothamDay lanza un nuevo producto que compite con el iPhone y de repente las acciones se disparan a 250 dólares? Pues que te llamará el intermediario porque querrá que le de-

vuelvas las acciones ¡de inmediato! Así pues, tendrás que desembolsar 25.000 dólares para comprar 100 acciones, lo que representa una pérdida de 15.000 dólares (más la comisión del intermediario). ¡Ay!

En resumen, la capacidad de los hedge funds para operar en corto les concede una ventaja importante con respecto a los fondos de inversión, ya que permite que los gestores obtengan rentabilidades más altas asumiendo menos riesgos con independencia de las condiciones de mercado. Al compensar las posiciones largas con posiciones cortas (cobertura), los gestores reducen su exposición neta al mercado y, por tanto, el riesgo de mercado. Pero atención: las operaciones en corto no tienen piedad por nadie.

Apalancamiento

Como hemos visto en los ejemplos anteriores, una de las principales herramientas de inversión utilizadas por los hedge funds es el apalancamiento. Según la SEC, «muchos hedge funds sacan partido de todo tipo de mercados mediante el apalancamiento y otras prácticas de inversión especulativa que pueden aumentar el riesgo de pérdida de la inversión». Los gestores de fondos de inversión tradicionales sólo pueden invertir el capital aportado por los partícipes, pero los gestores de hedge funds pueden utili-

zar el apalancamiento para aumentar el capital y ampliar sus inversiones. En concreto, los gestores pueden pedir prestado dinero a los intermediarios principales y destinarlo a la ampliación de las carteras, de modo que sus posiciones largas y cortas a menudo se incrementan con préstamos. En otras palabras: pueden pedir préstamos y generar más dinero (o perderlo si se equivocan).

De nuevo, supongamos que dispones de 100.000 dólares para invertir. Ésta sería la situación con y sin el crédito concedido por algún viejo amigo (apalancamiento):

- *Inversor que sólo toma posiciones largas:* como inversor tradicional, invertirías 60.000 dólares en acciones y 40.000 dólares en obligaciones.
- *Inversor en corto:* en un esfuerzo por cubrir la cartera, pides un préstamo de 100.000 dólares para disponer de un capital de 200.000 dólares. El apalancamiento permite al gestor comprar 140.000 dólares en acciones buenas y vender en corto 60.000 dólares en acciones malas, de modo que cuenta con más dinero y puede diversificar mejor la cartera. Como resultado, el gestor del hedge fund asume menos riesgo en la selección de acciones y menos riesgo de mercado.

Pero el apalancamiento puede ser muy caprichoso... basta con ver el caso del fondo Long-Term Capital Mana-

gement. En palabras de Warren Buffett: «Cuando combinas ignorancia con apalancamiento, obtienes resultados muy interesantes». El apalancamiento puede ser un mecanismo delicado porque comporta varios niveles de riesgo: riesgo de contrapartida y riesgo de mercado. Me gusta comparar esta herramienta de inversión alternativa con una cuchilla muy afilada que sobresale del volante de un coche deportivo: si conduces cuesta abajo por una carretera helada, corres el riesgo de clavártela en el pecho. Dicho de otro modo: cuando menos necesitas el apalancamiento, más daño puede hacerte.

Por una cuestión de principio, no soy partidario de asumir niveles altos de apalancamiento porque obligan a que tengas que acertar al cien por cien. Un pequeño error de cálculo o una situación imprevista de mercado puede perjudicar de forma permanente al capital de la cartera. Es como el cuento del lobo y los tres cerditos. No importa cuán fuerte sean los ladrillos de la convicción y el análisis, el apalancamiento puede convertir tu cartera en una casa de paja que se derrumbe ante el menor de los vientos.

Dicho esto, hay gestores que usan el apalancamiento con criterio. Con una buena gestión de riesgos y la protección adecuada, puede ser una herramienta muy eficaz para mejorar las rentabilidades.

Derivados

En su cruzada para mitigar el riesgo y proteger el capital, los hedge funds también utilizan derivados: contratos entre dos o más partes en los que el precio de los títulos «deriva» de uno o más activos subyacentes. Los derivados permiten identificar con precisión los riesgos y las recompensas. Una opción sobre acciones es un clásico ejemplo de derivado por el que uno puede suscribir un contrato basado en el precio de una acción. La opción de compra implica que alguien apuesta a que la acción va a subir. La opción de venta implica que alguien apuesta a que la acción va a caer. Por supuesto, la contraparte apuesta lo contrario; esa divergencia de opinión es lo que constituye el mercado.

Algunos detractores, entre ellos el Oráculo de Omaha, consideran que los derivados son armas de destrucción masiva en el mercado... y con razón. En 2008, AIG llevó al mundo al borde del desastre por no disponer de suficiente capital para hacer frente al pago de permutas de riesgo crediticio sobre Lehman (*credit default swaps* o CDS), que, en esencia, son contratos de seguro contra un posible impago de deuda. En otras palabras: si me preocupa que Lehman vaya a quebrar, puedo comprar CDS sobre la deuda de Lehman. La otra parte del contrato se compromete a pagar la totalidad de la deuda en caso de insolvencia o suspensión de pagos. ¿Adivinas qué sucedió? AIG vendía esos derivados pero no podía respaldar-

los en caso de que terminaran en el lado equivocado de la operación. AIG era como un corredor de apuestas con los bolsillos vacíos para hacer frente a los resultados de baja probabilidad. Si el Gobierno no hubiera intervenido ni prestado 85.000 millones de dólares a AIG para que liquidara y cumpliera esos contratos, habría sido el apocalipsis del mercado financiero.

Liquidez: nadar en dinero

Mi abuelo solía decir «si no puedes pagar la entrada, no vayas al cine». Lo mismo puede decirse de la liquidez, un término al que la *Investopedia* define como el grado en que un valor puede comprarse o venderse en el mercado sin que su precio se vea afectado. Aquí es donde los fondos de inversión ostentan una ventaja significativa.

Los fondos de inversión permiten que los inversores emitan órdenes de reembolso y retiren sus fondos a diario. Y cuando te dicen que han despachado el cheque por correo, lo recibirás sin falta al cabo de una semana o incluso en un plazo inferior. Los fondos de inversión tienen un precio por participación (llamado «valor liquidativo») que se calcula todos los días, de modo que puedes reembolsar tus participaciones en cualquier momento. Su elevado nivel de liquidez es atribuible a los tipos de inversiones que mantienen en cartera. Por tanto, un fondo de

inversión puede definirse como un vehículo que genera aportaciones masivas de clientes en vez de generar el mayor nivel de rendimiento posible.

Dado que los hedge funds buscan generar rentabilidades en un período específico, normalmente no poseen tanta liquidez como los fondos de inversión. (Paradójicamente, los hedge funds pueden realizar operaciones en corto por su suministro de liquidez o efectivo.) Los detractores de los hedge funds argumentan que los fondos utilizan el mantra «quien marcha sin prisa pero sin pausa gana la carrera» para justificar los períodos mínimos de inversión durante los cuales los inversores no pueden retirar su dinero, que, en el caso de los hedge funds, pueden ser trimestrales, semestrales o anuales, rara vez mensuales y nunca diarios. Si los inversores retiran el dinero del fondo antes de cumplir el plazo mínimo de inversión, deben pagar comisiones de reembolso.

Aunque algunos hedge funds y fondos de hedge funds (como SkyBridge Capital) han desarrollado productos con períodos mínimos de inversión breves, la mayoría exige períodos mínimos de inversión bastante prolongados. Por ello, los inversores deben tener cuidado con el porcentaje de la cartera que asignan a hedge funds.

En mis más de veinticinco años de carrera, si algo he aprendido es que muchas personas creen que son inversores a largo plazo hasta que sufren pérdidas a corto plazo. Debes conocer tu perfil inversor. Si no tienes un plan de

inversión a largo plazo, no inviertas tu dinero en productos con períodos mínimos de inversión.

¿Realmente ofrecen cobertura?

En la actualidad, utilizar la palabra *cobertura* para definir a todos los hedge funds es inexacto. La realidad es ésta: muchos de ellos no ofrecen cobertura de riesgos. Si lo hicieran, no habría rentabilidad. No obstante, tratan de cubrir ciertos tipos de riesgo de mercado al tiempo que se exponen a otro riesgo por el que creen que serán recompensados. Por tanto, la prioridad de los hedge funds consiste en generar rentabilidades constantes y estables durante un período determinado.

A las pruebas me remito

¿Fondos de inversión o hedge funds? ¿Qué conviene más al inversor? Por supuesto, podría pasarse al efectivo, pero ¿qué satisfacción le proporcionaría? Sabe amargo, llena menos y carece de variedad.

A la luz del estado actual del mercado, mi recomendación es que todos los inversores institucionales y particulares adinerados incluyan hedge funds en sus carteras. Como hemos visto antes, los múltiples componentes de los hedge

funds permitirán a los inversores diversificar mejor la cartera para que con el tiempo puedan reducir el riesgo, preservar el capital y obtener rentabilidades elevadas. Además, es el mejor momento para estos vehículos de inversión que, provistos de todo un arsenal de herramientas, aprovechan las ineficiencias del mercado y ofrecen varias ventajas a los inversores. Es cierto que los hedge funds pueden parecer más arriesgados que los fondos de inversión, pero muchos de ellos comportan menos riesgos y ofrecen mejores rentabilidades que los fondos tradicionales.

Dicho esto, los hedge funds ni son para todo el mundo ni reemplazan a otros vehículos de inversión. Es probable que para muchas personas la mejor opción sean los fondos de inversión (con una pequeña cuota de activos alternativos o exposición a hedge funds). Aunque no existe un único enfoque válido para todo el mundo, la mayoría de los inversores se beneficiaría incluyendo una cartera de hedge funds en la asignación táctica de activos.

Una advertencia: antes de invertir en este sector, recomiendo que prestes atención a la advertencia de este cirujano general. Invertir sin haber realizado un proceso de diligencia debida o una evaluación adecuada de riesgos puede ser perjudicial para la salud mental y financiera. Haz la tarea. Prepárate. Cúbrete. Investiga, investiga e investiga.

Veamos entonces quiénes pueden invertir en estos enigmáticos y sigilosos vehículos de inversión y cómo la clase media estadounidense puede acceder a ellos.