

BLOQUE IV

LOS HEDGE FUNDS Y LA CRISIS  
FINANCIERA



## ORÍGENES DE LA INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS E IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA SUBPRIME

### Introducción

El año 2008, el punto álgido de la crisis subprime, será recordado no sólo por ser el peor ejercicio de la historia de los Hedge Funds en cuanto a rentabilidad y reembolsos solicitados por los inversores, sino también como el primero de la última década en el que estos vehículos de inversión colectiva no cumplieron con el objetivo que se les presupone: ofrecer rendimientos absolutos independientemente de la evolución de los mercados financieros. La mejoría de la liquidez, el mayor apetito por el riesgo, la reactivación de los mercados de crédito y la salida de la recesión de las principales áreas económicas mundiales han sido, entre otros, los catalizadores que han propiciado que esta mejoría se haya filtrado también al universo de los Hedge Funds, hasta el punto de registrar durante el año 2009 su mejor evolución en términos de rentabilidad de la última década. A lo largo de este capítulo se repasa el origen de la industria de Hedge Funds así como el impacto que ha tenido la crisis financiera sobre las diferentes estrategias.

### Orígenes de la industria de Hedge Funds

Muchas han sido las definiciones que se han dado del término Hedge Fund desde que en 1949 Alfred Winslow Jones fundó el primer fondo de gestión alternativa. Si bien es cierto que se trata de vehículos de inversión que emplean técnicas de gestión muy heterogénea, que comprenden el uso de derivados, el apalancamiento y la adopción de posiciones largas y cortas en activos financieros, lo cual dificulta en gran medida dar una definición precisa y ampliamente aceptada por la comunidad financiera internacional, su traducción literal como fondo de protección o cobertura puede resultar engañosa.

El término “*hedging*” (cobertura en español), se refiere a aquellas transacciones que tienen por objetivo reducir parcial o totalmente el riesgo de una cartera de activos, entendiendo por riesgo la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de movimientos desfavorables de los precios de mercado. Por tanto, el término Hedge Fund podría ser concebido de manera errónea como un fondo de riesgo reducido a través del empleo de técnicas de cobertura.

Se cree que Carol J. Loomis fue la primera persona en utilizar el término Hedge Fund en su artículo de 1966 publicado por la revista Fortune. Con él, Loomis se quería referir al hecho de que el fondo dirigido por Alfred Winslow Jones se cubría parcialmente del riesgo de mercado al combinar posiciones largas o compradoras sobre acciones, en su opinión infravaloradas, con posiciones cortas o vendedoras sobre acciones sobrevaloradas que no tenía en cartera, a la vez que utilizaba el apalancamiento para incrementar sus beneficios. Su modelo se basaba en la premisa de que la rentabilidad dependía más de la selección de acciones que de la dirección del mercado.

La estrategia seguida por el Hedge Fund de Jones gozó de un gran éxito y reconocimiento por parte de la comunidad financiera, al conseguir generar rentabilidades muy superiores a las de cualquier fondo de inversión tradicional de su época. En 1952 convirtió su sociedad de inversiones en un holding de sociedades independientes con diferentes gestores, en lo que vino a ser el primer Hedge Fund multigestor. Sin lugar a dudas, este fondo marcó el inicio en la industria de Hedge Funds, llegando a convertirse en el modelo a imitar por los gestores de muchos fondos lanzados con posterioridad.

A partir de los años sesenta del siglo XX comenzó a desarrollarse la industria de los Hedge Funds, aunque muchos de los nuevos fondos adoptaban únicamente posiciones largas y apalancadas, a causa del mercado alcista de aquella época. En 1968 existían alrededor de 200 fondos de cobertura.

La historia volvió a repetirse, y fue de nuevo un artículo publicado en 1986 en la revista Institucional Investor el responsable de que los Hedge Funds estuviesen de actualidad. En él se informaba de los espectaculares resultados logrados por los Hedge Funds gestionados por Julian Robertson. El éxito cosechado durante el crash de 1987 y en los años posteriores hasta 1993 impulsó la expansión de esta industria, aunque el despegue definitivo no se produjo hasta finales de la década de los noventa, como consecuencia de una mayor regulación del sector y la entrada en escena de los inversores institucionales.

Durante los últimos diez años los Hedge Funds han acaparado muchas portadas de la prensa financiera, atribuyéndoles cada una de las crisis acontecidas, desde la crisis financiera asiática, pasando por Long Term Capital Management (LTCM), hasta la reciente crisis subprime.

Tres fueron las causas que motivaron el crecimiento de la industria de Hedge Funds. La primera se debe al fuerte crecimiento del número de personas con grandes patrimonios, gestados a raíz de las elevadas revalorizaciones ofrecidas por las bolsas, quienes se volvieron más sofisticados y buscaron nuevos productos para diversificar sus inversiones. La segunda causa tiene un soporte empírico y académico, según el cual, los Hedge Funds ofrecen atractivas rentabilidades ajustadas por riesgo, además de ser inversiones poco correlacionadas con los mercados tradicionales de renta fija y renta variable. Por último, cabe destacar la mayor aceptación de la inversiones alternativas, incluidos los Hedge Funds y el

capital riesgo (Private Equity) y su reconocimiento como una nueva clase de activos por parte de la comunidad financiera.

Una vez más, se pone de manifiesto la capacidad de adaptación de la inversión colectiva al entorno, a la demanda de los inversores y al servicio de la innovación financiera. En este caso con un producto más sofisticado: los Hedge Funds.

### **Impacto de la crisis subprime en los Hedge Funds**

Además de convertirse en el peor año de la historia para los Hedge Funds, 2008 será recordado como el primero de la última década en el que estos productos de inversión alternativa no cumplieron con el objetivo que se les presupone: proporcionar a los inversores rentabilidades absolutas independientemente de la evolución de los mercados tradicionales de renta variable y renta fija. La sucesión de una serie de acontecimientos históricos y sin precedentes como han sido la nacionalización y rescate de importantes instituciones financieras tanto en Estados Unidos como en Europa, la quiebra de Lehman Brothers, la prohibición impuesta por varios reguladores de adoptar posiciones cortas, la iliquidez de los mercados, el elevado desapalancamiento “forzado” y el fraude perpetrado por Bernard Madoff, se convirtieron en obstáculos insalvables para la mayoría de gestores y estrategias que implementan estos vehículos de inversión.

Tras un primer semestre de 2008 prometedor, en el que los Hedge Funds consiguieron permanecer ligeramente en positivo aún cuando los principales índices bursátiles mundiales acumulaban pérdidas cercanas al 12%, los acontecimientos acaecidos en la recta final del año, concretamente entre los meses de septiembre y noviembre, arrastró su rentabilidad a terreno negativo, sufriendo finalmente una pérdida anual del 19,1%, muy por encima de las registradas en crisis anteriores, como la de 1994 y 1998.

No obstante, a pesar de que 2008 fue un año especialmente difícil para la gestión alternativa, los Hedge Funds se comportaron mejor que la renta variable, reduciendo las pérdidas a la mitad y manteniendo unos niveles de volatilidad considerablemente inferiores.

En la tabla siguiente se muestra el comportamiento de los índices de estilo de Hedge Funds durante el año 2008 calculados por Credit Suisse / Tremont. Como se puede observar, la mayor parte de las pérdidas acumuladas en el año por las distintas estrategias se concentraron entre los meses de septiembre y noviembre, periodo que coincidió con una situación de stress en los mercados financieros sin precedentes, y en el que asistimos, entre otros acontecimientos, a la nacionalización de los dos gigantes del crédito hipotecario en Estados Unidos, Fannie Mae y Freddie Mac, a la quiebra de Lehman Brothers y al fraude de Madoff.

**EVOLUCIÓN DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE ENERO Y DICIEMBRE DE 2008 (%)**

	RENTABILIDAD	RENTABILIDAD	VOLATILIDAD	MÁXIMO	FONDOS *	FONDOS *	RENTABILIDAD *	RENTABILIDAD *	FONDOS	FONDOS	DISPERSIÓN
	EN 2008	SEP 08-NOV 08	ANUALIZADA	DRAWDOWN	POSITIVO	NEGATIVO	MEJOR FONDO	PEOR FONDO	POSITIVO	NEGATIVO	RENTABILIDAD
<b>BROAD INDEX</b>	<b>-19,1</b>	<b>-16,1</b>	<b>9,8</b>	<b>-19,5</b>	<b>106</b>	<b>390</b>	<b>93</b>	<b>-100</b>	<b>21</b>	<b>79</b>	<b>193</b>
Convertible Arbitrage	-31,6	-24,7	16,5	-31,6	1	21	12	-61	5	95	73
Dedicated Short Bias	14,9	6,1	19,3	-10,3	7	2	68	-49	78	22	117
Emerging Markets	-30,4	-22,8	15,6	-30,6	2	67	27	-78	3	97	105
Equity Market Neutral	-40,3	-42,4	40,6	-42,7	9	12	36	-100	43	57	136
Event Driven	-17,7	-13,4	8,1	-17,7	9	67	33	-75	12	88	108
Fixed Income Arbitrage	-28,8	-24,4	16,1	-29,0	8	24	14	-65	25	75	79
Global Macro	-4,6	-10,1	11,9	-14,9	19	18	66	-68	51	49	134
Long Short Equity	-19,8	-15,6	12,1	-21,3	19	147	47	-77	11	89	124
Managed Futures	18,3	7,7	11,9	-7,1	28	3	93	-4	90	10	97
Multi-Strategy	-23,6	-17,8	9,6	-23,6	4	29	26	-93	12	88	119
<b>MSCI World</b>	<b>-42,1</b>	<b>-33,6</b>	<b>23,6</b>	<b>-43,8</b>							
<b>S&amp;P 500 TR</b>	<b>-37,0</b>	<b>-29,6</b>	<b>21,0</b>	<b>-37,7</b>							
<b>Citigroup WGBI</b>	<b>10,9</b>	<b>0,4</b>	<b>10,8</b>	<b>-9,0</b>							

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloombers.

\* Datos de Credit Suisse / Tremont.

El índice agregado de Hedge Funds (Broad Index) registró la primera pérdida de dos dígitos de la historia (-19,1%), superando ampliamente las pérdidas sufridas durante la crisis de la deuda de 1994 y la crisis rusa y el colapso de LTCM de 1998, que se saldaron con cesiones del -4,4% y del -0,4% respectivamente.

La extrema volatilidad registrada en los mercados repercutió negativamente en la práctica totalidad de estrategias Hedge. Sólo Managed Futures, con una revalorización del 18,3%, y Short Bias, con un 14,9%, consiguieron cerrar el año en positivo. Por el lado de las pérdidas, Equity Market Neutral con un -40,3% y Convertible Arbitrage con un -31,6%, resultaron ser las estrategias más castigadas en 2008.

Managed Futures ha sido históricamente una estrategia que ha sabido capitalizar la volatilidad y las tendencias de los mercados, como lo demuestra el 15,9% de revalorización obtenida en el año posterior al inicio de la crisis de la deuda rusa y la quiebra de LTCM, o el 13,3% de rentabilidad registrada en el periodo comprendido entre abril del 2000 y marzo del 2001, justo un año después del estallido de la burbuja tecnológica. El posicionamiento corto en renta variable y materias primas, así como su exposición larga a bonos del gobierno y USD, fueron los principales factores directores de su rentabilidad en 2008 (18,3%).

La inestabilidad de los mercados entre 2007 y 2009 ha resultado ser especialmente propicia para los Hedge Funds que implementan la estrategia Short Bias, los cuales, como norma general, adoptan posiciones cortas en activos que son susceptibles de experimentar caídas en sus precios, para posteriormente recomprarlos a un precio inferior y materializar un beneficio. Las fuertes cesiones experimentadas por los mercados de renta variable a nivel mundial, con pérdidas superiores al 40%, explican el buen comportamiento de esta estrategia.

En lo que respecta a Equity Market Neutral, las cuantiosas pérdidas de este sector se debieron exclusivamente al fraude provocado por Bernard Madoff, quien gestionaba, entre otros, los fondos Kingate Global, Fairfiled Sentry y Rye Select Broad Market, tres de los fondos subyacentes al índice representativo de esta estrategia y cuyos activos fueron valorados a cero tras conocerse la estafa. Sólo en el mes de noviembre la rentabilidad de esta estrategia registró un descenso del 40,5%.

De los 496 fondos que constituían el índice agregado de Hedge Funds sólo 106, o lo que es equivalente, 1 de cada 5 fondos, consiguieron cerrar el año con rentabilidades positivas, pero 1 de cada 7 fondos se revalorizaron más del 10% en el año.

A nivel de estrategia, la dispersión de rentabilidades entre los fondos subyacentes a cada una de ellas también fue el denominador común, con diferenciales de rentabilidad entre el mejor y el peor fondo de casi el 200%. A la vista de los resultados, destaca el elevado porcentaje de fondos con rentabilidades positivas pertenecientes a las dos estrategias ganadoras en el 2008, Managed Futures y Short Bias, con un 90% y un 78% respectivamente. La otra cara de la moneda la pusieron las estrategias de Emerging Markets y Convertible Arbitrage, donde sólo el 3% y el 5% respectivamente de los fondos subyacentes consiguieron sortear la crisis y cerrar el año con rentabilidades positivas. En definitiva, si bien los Hedge Funds sufrieron durante los peores momentos de la crisis subprime, no es menos cierto que se observan diferencias importantes de rentabilidad entre ellos.

Resurgiendo de una de las mayores crisis financieras que se recuerda hasta la fecha, los Hedge Funds fueron capaces en 2009 de capitalizar las dislocaciones que se habían producido en los precios de los activos de riesgo, recuperando la práctica totalidad de las pérdidas experimentadas el año anterior. En este sentido, la industria Hedge registró una revalorización del 18,6% de acuerdo a los datos proporcionados por Credit Suisse / Tremont, lo cual representa el mejor rendimiento anual de los últimos diez años y, a su vez, el mejor comportamiento registrado tras un periodo de crisis desde el año 1994. Salvo durante el mes de febrero, en el que los Hedge Funds cedieron un 0,9%, los restantes meses del año se saldaron con rendimientos positivos. Se estima que el 83% de los fondos que componen el índice de Credit Suisse / Tremont cerraron el año 2009 con ganancias.

<b>EVOLUCIÓN DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE ENERO Y DICIEMBRE DE 2009 (%)</b>										
	RENTABILIDAD	VOLATILIDAD	MÁXIMO	FONDOS *	FONDOS *	RENTABILIDAD *	RENTABILIDAD *	FONDOS	FONDOS	DISPERSIÓN
	EN 2009	ANUALIZADA	DRAWDOWN	POSITIVO	NEGATIVO	MEJOR FONDO	PEOR FONDO	POSITIVO	NEGATIVO	RENTABILIDAD
<b>BROAD INDEX</b>	18,6	4,7	-0,9	395	82	267,0	-80,3	83	17	347
Convertible Arbitrage	47,3	6,6	0,0	22	1	267,0	-2,8	96	4	270
Dedicated Short Bias	-25,0	15,5	-30,0	0	9	-0,4	-40,5	0	100	40
Emerging Markets	30,0	8,8	-2,2	69	10	195,2	-26,2	87	13	221
Equity Market Neutral	4,1	7,7	-5,6	14	8	28,2	-80,3	64	36	109
Event Driven	20,4	4,9	-1,1	61	8	130,4	-26,2	88	12	157
Fixed Income Arbitrage	27,4	3,9	0,0	25	2	132,3	-7,2	93	7	140
Global Macro	11,6	5,1	-1,4	26	7	116,1	-25,3	79	21	141
Long Short Equity	19,5	6,7	-1,5	141	11	233,2	-24,7	93	7	258
Managed Futures	-6,6	9,5	-7,8	10	23	24,0	-36,7	30	70	61
Multi-Strategy	24,6	4,5	-0,1	27	3	83,6	-17,6	90	10	101
<b>MSCI World</b>	<b>27,0</b>	<b>23,3</b>	<b>-18,4</b>							
<b>S&amp;P 500 TR</b>	<b>26,5</b>	<b>22,3</b>	<b>-18,2</b>							
<b>Citigroup WGBI</b>	<b>2,6</b>	<b>10,0</b>	<b>-7,2</b>							

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

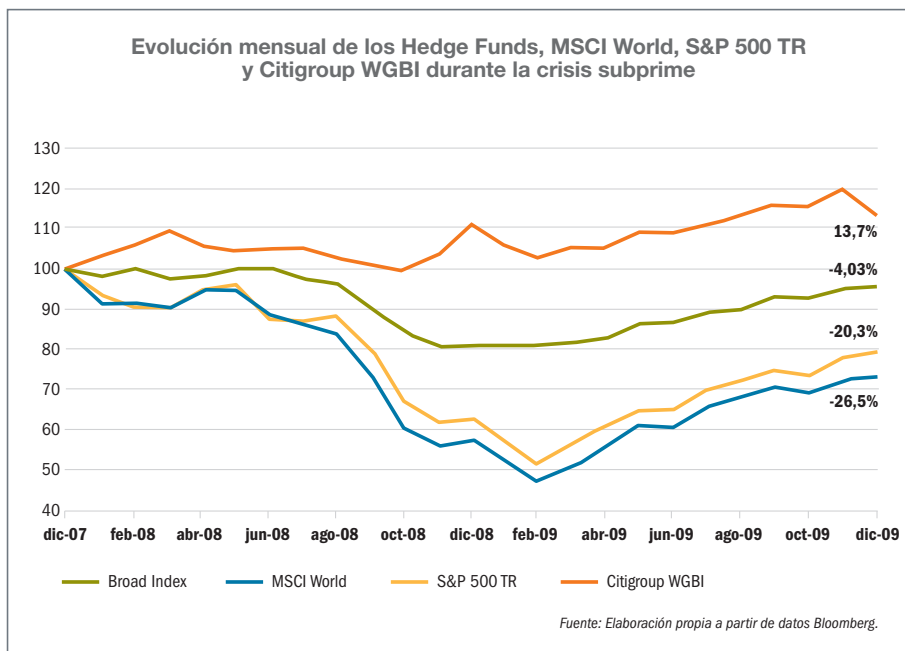
\* Datos de Credit Suisse / Tremont.

En la tabla anterior se muestra el comportamiento de las diferentes estrategias de Hedge Funds en 2009. Durante ese año los inversores mostraron un renovado interés sobre las estrategias más direccionales, como Long Short Equity y Emerging Markets, capitalizando las elevadas revalorizaciones bursátiles registradas desde el mes de marzo. En concreto, los gestores Long Short Equity aumentaron gradualmente a lo largo del año su exposición neta a la renta variable, a la vez que fueron materializando los beneficios obtenidos con sus posiciones largas. Todo ello se tradujo en una rentabilidad a cierre de año del 19,5% frente al 27,0% del MSCI World y el 26,5% del S&P 500, eso sí, con una volatilidad del 6,7%, casi cuatro veces inferior a la de los principales índices de renta variable. El mayor apetito por el riesgo, el optimismo instaurado en los mercados a raíz de los buenos datos macroeconómicos conocidos, el crecimiento global y la subida del precio de las materias primas, entre otros factores, despertó el interés de los inversores por la estrategia Emerging Markets, que cerró el año 2009 con una revalorización del 30,0%.

Finalmente, Convertible Arbitrage resultó ser la estrategia estrella de 2009, terminando el año con una rentabilidad acumulada del 47,3%. Los mismos factores que jugaron en su contra en 2008, especialmente durante el cuarto trimestre del año, esto es, unos mercados de renta variable cayendo con intensidad, la ampliación de los spreads de crédito, la imposibilidad por parte de los gestores de

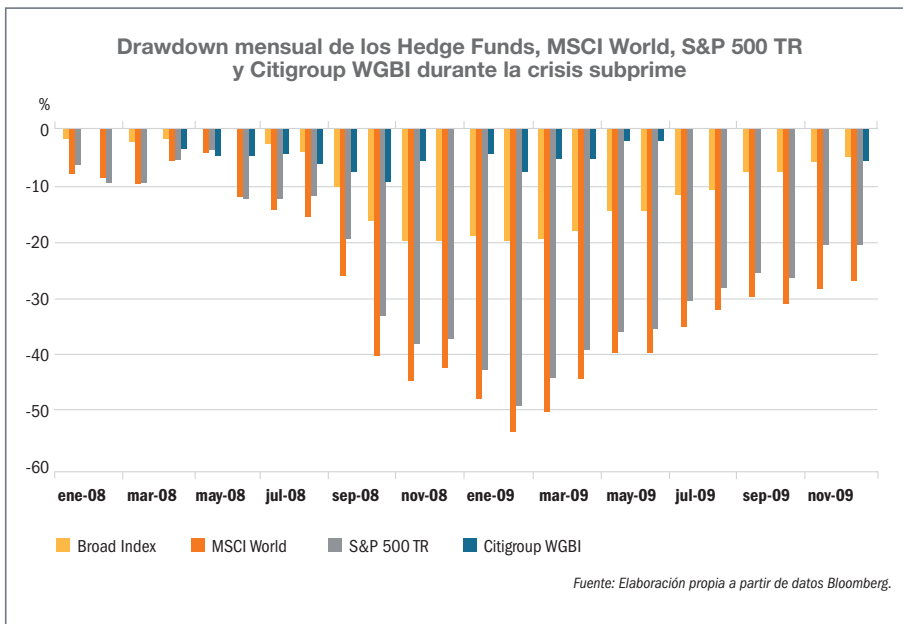
adoptar posiciones cortas debido a las prohibiciones impuestas por los reguladores, y la iliquidez de los mercados, que obligaba a vender los activos con importantes descuentos para cumplir con los reembolsos solicitados por los inversores, fueron a su favor en 2009.

Sólo Managed Futures y Short Bias, precisamente las dos únicas estrategias que arrojaron resultados positivos en 2008, terminaron el año en terreno negativo, con rentabilidades del -6,6% y del -25,0% respectivamente.



En las gráficas que se muestran a continuación se representa la evolución mensual comparada de los Hedge Funds frente a otros índices representativos de los mercados de renta variable y renta fija, así como un análisis de sus respectivos drawdowns (caída desde el máximo al mínimo) durante la crisis subprime que ilustran los comentarios anteriores. Tras un primer semestre de 2008 en el que los Hedge Funds consiguieron cumplir con las expectativas que los inversores depositan en estos productos, esto es, descorrelación de los mercados de renta variable y renta fija a la vez que protección de capital, en los dos últimos trimestres del año se vieron incapaces de sortear la crisis de liquidez que se instauró en los mercados a raíz de la quiebra de Lehman Brothers, dañando profundamente este hecho sus complejas estrategias de *trading* al no encontrar contrapartidas de sus posiciones, lo cual les hubiese permitido captar la liquidez necesaria para hacer frente a los cuantiosos reembolsos solicitados por sus clientes.

Como se puede observar, enero de 2009 ha supuesto un punto de inflexión en el rendimiento de los Hedge Funds. La señales de mejoría que empezamos poco a poco a percibir desde el frente macro, el apetito por el riesgo, la reactivación de los mercados de crédito, la mejoría de la liquidez y las elevadas revalorizaciones registradas por los mercados bursátiles desde el mes de marzo de 2009 han sido los motivos principales de este cambio de tendencia, el cual se ha extendido, como se comentaba anteriormente, a todas las estrategias con la única excepción de Managed Futures y Short Bias. El cómputo agregado de estos dos años de crisis arroja una caída de los Hedge Funds de tan sólo un 4,5%, frente a la cesión del 26,5% del MSCI World y del 20,3% del S&P 500. La inversión en bonos gubernamentales ha sido la opción más rentable para los inversores desde el inicio de la crisis, al acumular desde enero de 2008 hasta diciembre de 2009 una revalorización del 13,7% de acuerdo al índice Citigroup WGBI.

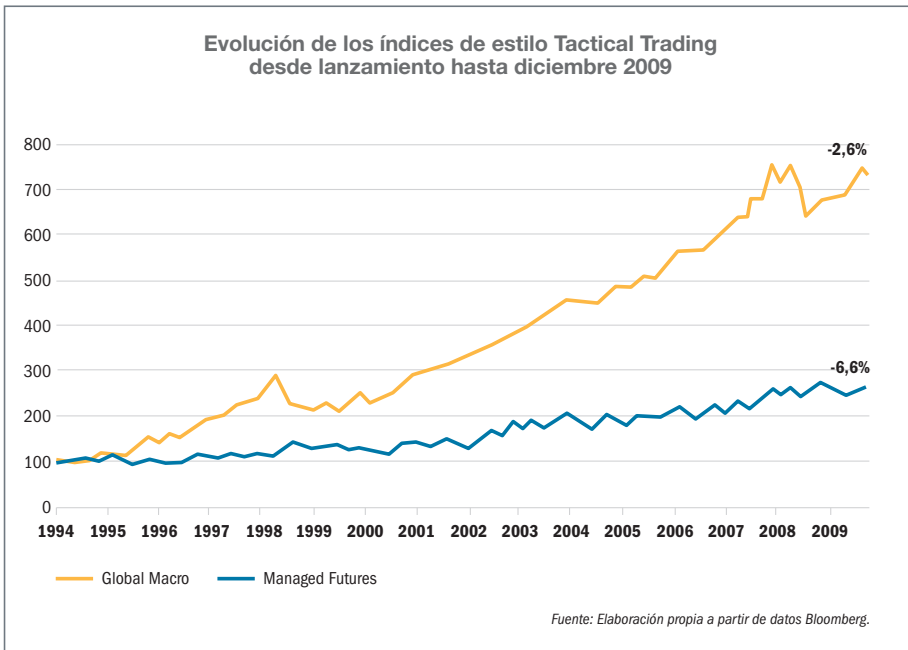


Los Hedge Funds experimentaron su mayor *drawdown* (desde enero de 1994) en el periodo comprendido entre el 30 de junio de 2008 y el 31 de diciembre de ese mismo año, al acumular una caída del 19,5%. La mejoría de las condiciones de mercado ha sido un factor determinante que ha permitido a los gestores capitalizar las oportunidades que se han ido presentando a raíz de las dislocaciones que se habían producido en los mercados financieros y recuperar un porcentaje elevado de las pérdidas sufridas. En este sentido, un 76,7% del máximo drawdown se ha recuperado durante el año 2009, siendo el a cierre de 2009 de tan sólo un 4,5%.

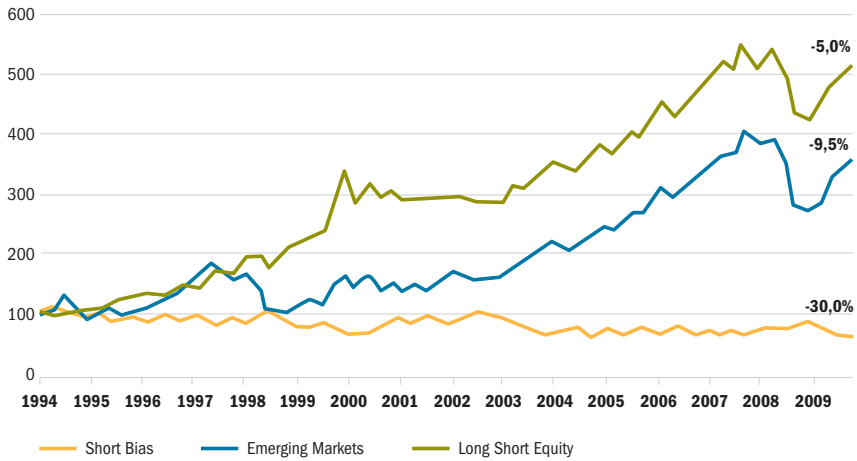
Además, un 28% de los Hedge Funds han recuperado plenamente las pérdidas sufridas durante la crisis. En cambio, desde enero de 2008 el MSCI World ha sufrido un máximo drawdown del 52,7% y el S&P 500 del 48,5%, siendo los drawdowns a 31 de diciembre de 2009 del 26,5% y del 20,3% respectivamente, lo cual refleja que la recuperación total de las pérdidas se encuentra todavía lejana en el universo de la renta variable.

En las siguientes gráficas se muestra la evolución desde lanzamiento de los diferentes estilos de Hedge Funds de CSFB / Tremont agrupados de acuerdo a las siguientes categorías:

- Tactical Trading: Global Macro y Managed Futures
- Equity Long / Short: Short Bias, Emerging Markets y Long Short Equity
- Event Driven: Se corresponde con el índice de estilo Event Driven
- Relative Value: Convertible Arbitrage, Fixed Income Arbitrage y Equity Market Neutral

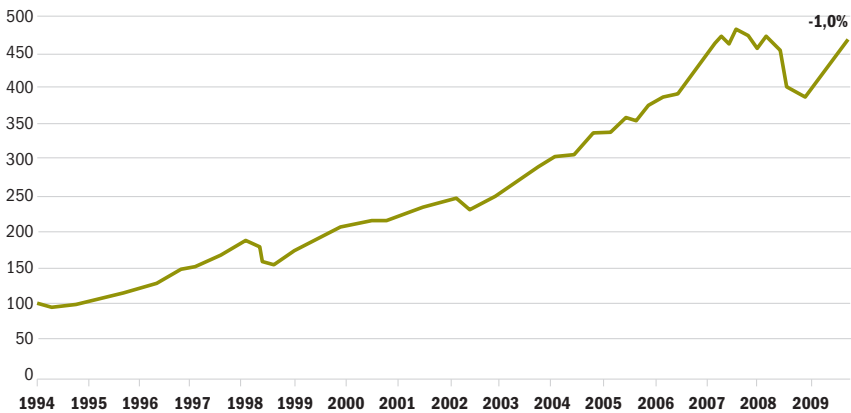


**Evolución de los índices de estilo Equity Long / Short desde lanzamiento hasta diciembre 2009**

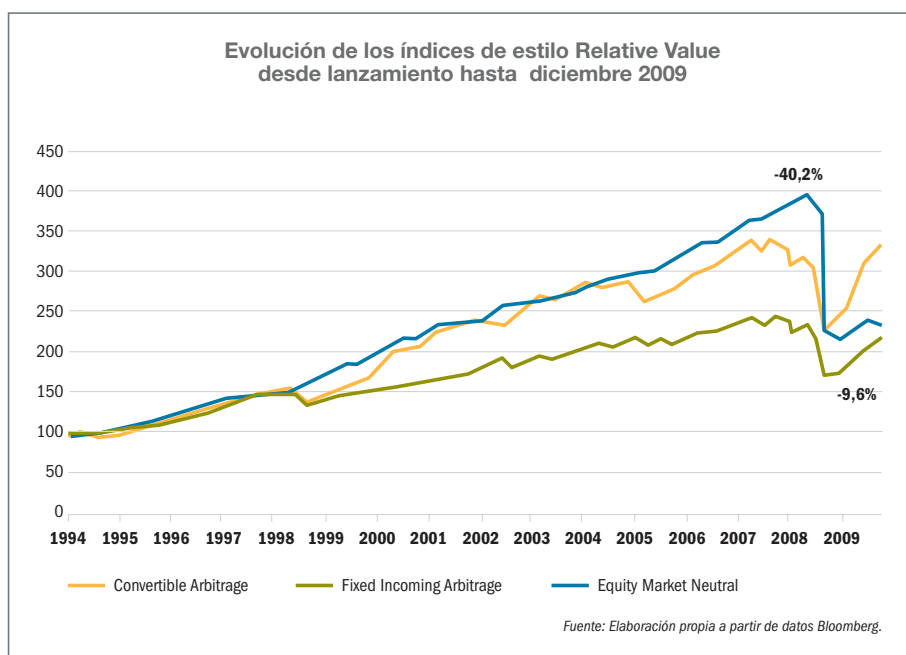


Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

**Evolución de los índices de estilo Event Driven desde lanzamiento hasta diciembre 2009**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.



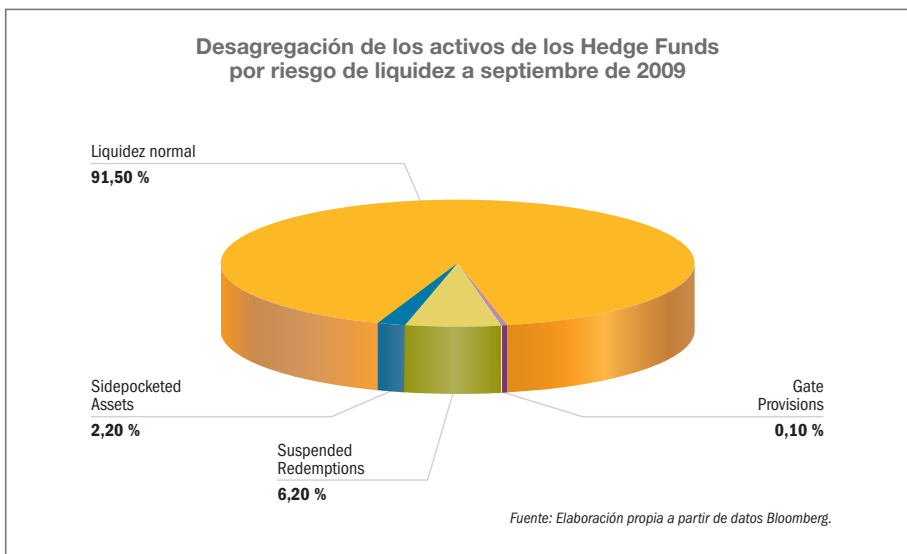
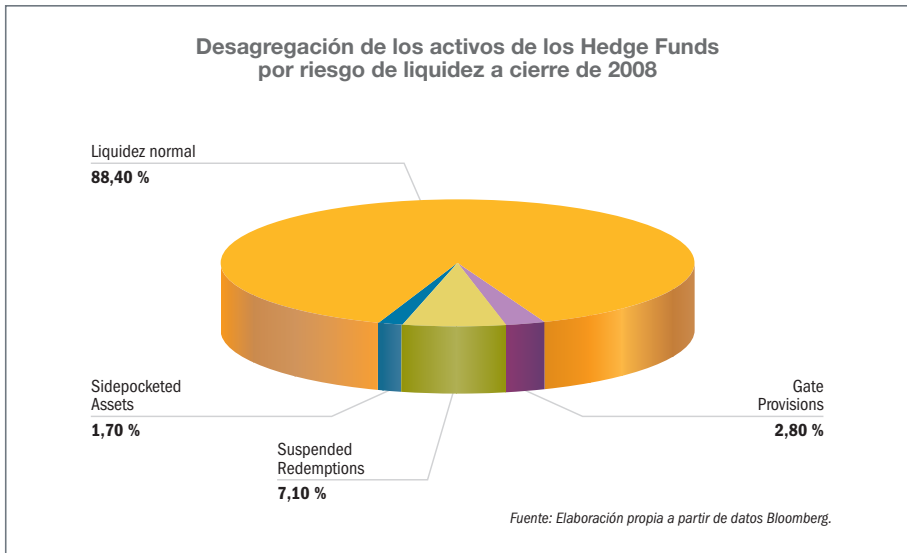
Como se puede observar, a pesar de la excelente rentabilidad lograda por los Hedge Funds en 2009, todos los índices de estilo con la única excepción de Convertible Arbitrage se encuentran inmersos todavía en drawdown. En este sentido, cabe destacar también a la estrategia Event Driven, la cual se encuentra a las puertas de recuperar las pérdidas sufridas en 2008 y en los dos primeros meses de 2009, que la llevaron a alcanzar un máximo drawdown del 18,0%. Actualmente se encuentra a tan sólo un 1% de alcanzar los niveles previos a la crisis subprime.

En lo que respecta a las restantes estrategias, el nivel de deterioro que presenta todavía hoy su evolución guarda una estrecha relación con la liquidez de los activos en los que invierten. La mayor liquidez de las estrategias Global Macro y Long Short Equity les ha permitido contener mejor las pérdidas que otras estrategias más ilíquidas en los momentos de máximo stress. Así, Global Macro y Long Short Equity se encuentran a tan sólo un 2,6% y un 5,0% respectivamente de alcanzar los niveles de 2007, mientras que las estrategias Emerging Markets y Fixed Income Arbitrage se encuentran a un 9,5% y un 9,6% de salir de su máximo drawdown.

## **Análisis de la liquidez de los Hedge Funds**

Como consecuencia del proceso de desapalancamiento y de ventas forzadas llevadas a cabo por los Hedge Funds en 2008, muchos gestores se han visto obligados a imponer restricciones de liquidez en sus fondos ante la avalancha de reembolsos solicitados por los inversores, precisamente con el fin de tener que

evitar salir de posiciones con elevadas pérdidas para conseguir liquidez. Se estima que a finales de 2008 un 11,6% del total de activos gestionados por la industria Hedge se encontraba en fondos con alguna de estas tres características: fondos con activos ilíquidos en sus carteras (*sidepocket assets*), fondos con suspensiones temporales de reembolsos (*suspended redemptions*) y fondos que han impuesto restricciones a la solicitud de reembolsos (*gate provisions*).



Las cifras conocidas a finales de marzo de 2009 señalaban que los activos de los fondos con problemas de liquidez ascendían a un 17% del total de la industria, un incremento de más del 5% respecto al cierre de 2008. A pesar de que estas cifras sugieren un mayor deterioro en lo que respecta a la liquidez de los Hedge Funds, sin duda una de las principales preocupaciones de los inversores, los datos del tercer trimestre de 2009 (último dato disponible) parecen indicar que lo peor ya ha podido pasar y que el riesgo de liquidez se está estabilizando. Como se puede observar en los gráficos, se estima que a esa fecha los activos bajo gestión con problemas de liquidez ascienden al 8,5% del total de la industria, lo cual representa una caída de más del 1,1% respecto al trimestre anterior y del 3,1% respecto a diciembre de 2008.

En lo que respecta al número de fondos liquidados, la situación de stress que se fue apoderando de los mercados durante 2008, la quiebra de Lehman Brothers y el fraude de Madoff, entre otros, han sido episodios con una influencia decisiva en el incremento observado del número liquidaciones de fondos respecto a los años precedentes. Se estima que sólo en 2008 un 19% de los Hedge Funds fueron liquidados, una cifra significativamente superior al 12% de 2007 y al 8% de media que se venía registrando desde 1994 hasta el inicio de la crisis subprime.

---

## Conclusiones

*Como consecuencia de las adversas condiciones de mercado acontecidas durante el último trimestre del año 2008, los Hedge Funds sufrieron unas importantes pérdidas que a diciembre de 2009, salvo en el caso de la estrategia Convertible Arbitrage, todavía no han recuperado. No obstante, las señales de mejoría que se empiezan a percibir en los mercados financieros han despertado nuevamente el interés de los inversores por estos vehículos de inversión. En este sentido, durante el segundo semestre de 2009 se han contabilizado unas suscripciones netas cercanas a los 20.000 millones de USD, lo cual se puede entender como un síntoma de que lo peor ya ha pasado y de que la industria Hedge se encuentra actualmente en proceso de recuperación.*

*Por su parte, la liquidez de los Hedge Funds, su talón de Aquiles en 2008 y comienzos de 2009, ha conseguido mejorar de manera significativa durante este último año, por lo que es de esperar que a medida que las condiciones de mercado continúen estabilizándose podamos asistir a una mejoría aún mayor, lo cual se traducirá en un mayor número de Hedge Funds atendiendo de manera más ágil a las solicitudes de reembolsos solicitadas por los inversores de lo que inicialmente era previsto.*

*Por último, es de esperar también que los Hedge Funds muestren en el futuro una evolución descorrelacionada respecto a los mercados financieros, uno de los principales objetivos para el que están diseñados pero que, sin embargo, no consiguieron durante la crisis financiera o, al menos, en sus peores momentos (segunda mitad de 2008).*

---



## CAPÍTULO 20

# LA QUIEBRA DE LEHMAN BROTHERS Y EL FRAUDE MADOFF

### Introducción

Antes de pasar a detallar el efecto negativo que supuso la quiebra de Lehman Brothers, uno de los prime broker de referencia con el que trabajaban un gran número de Hedge Funds, conviene recordar brevemente el papel que desempeñan estas entidades financieras, claves en el desarrollo de la industria Hedge y pieza fundamental en su operativa. Por otra parte, si bien el impacto del fraude perpetrado por Madoff sobre las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones españoles se puede considerar marginal, este hecho no hace sino constatar la necesidad de dotar a la industria de una mayor transparencia y regulación, así como de reforzar los procesos de due diligence por parte de comercializadores, asesores e inversores.

### El papel de los prime brokers en los Hedge Funds. El caso de Lehman Brothers

Los prime broker son entidades financieras, normalmente bancos de inversión, que proporcionan una amplia gama de servicios a los Hedge Funds, esenciales para que estos vehículos de inversión colectiva puedan tener acceso a diferentes mercados y clases de activos. Dado que el abanico de los mercados sobre los que operan los Hedge Funds es muy amplio, en muchas ocasiones deben de contar con los servicios de varios prime broker y otros intermediarios que le otorguen una gran cobertura de mercados e instrumentos.

Los prime broker proporcionan a los Hedge Funds los siguientes servicios básicos:

**Préstamo de valores.** Una de las características principales de los Hedge Funds, clave en estrategias como, por ejemplo, las de arbitraje, es que pueden realizar ventas en corto. Los valores necesarios para cumplir con esta operativa son prestados por el prime broker al Hedge Fund, quien los vende en el mercado para recomprarlos más tarde y devolverlos al prime broker. Los préstamos suelen ser “a medida”, esto es, se suelen caracterizar por su flexibilidad y adaptación a las circunstancias concretas de cada Hedge Fund.

**Compensación y liquidación.** Las dos actividades sirven para facilitar la operativa de los Hedge Funds, que puede utilizar como intermediario para la compra/venta de valores al propio prime broker o a otro. Tras cada operación, el Hedge Fund y el broker que la ejecutó la comunica al prime broker, quien comprueba si los diferentes extremos coinciden (confirmación). Si coinciden, el prime broker liquida la operación y recibe la custodia de los valores resultantes. Si hay diferencias, el prime broker las comunica al Hedge Fund y resuelve los problemas con el broker participante. En la liquidación, el prime broker se interpone de manera automática entregando o recibiendo el dinero de la operación según los casos.

**Custodia.** Los activos de los Hedge Funds se mantienen en entidades denominadas custodios. El hecho de que puedan realizar ventas en corto y alcanzar ciertos niveles de apalancamiento, implica que el propio prime broker acaba realizando las funciones de custodio.

**Financiación.** La obtención de financiación por parte de estas instituciones es esencial para conseguir apalancamiento. Por tanto, la disponibilidad de financiación y su coste también se configura como un elemento clave en la elección del prime broker por parte de los Hedge Funds. Las dos fuentes de ingresos principales de los bancos de inversión por prestar servicios de prime brokerage provienen del préstamo de valores y de la financiación.

**Elaboración de informes/tecnología.** Todos los prime broker ofrecen un paquete mínimo de información diaria a los Hedge Funds que incluyen elementos como las posiciones del fondo, la liquidez, el préstamo de valores y las comisiones.

El extraordinario crecimiento de la industria de gestión alternativa desde hace algunos años ha propiciado un aumento significativo de la competencia entre las entidades que prestan estos servicios. Este aumento de competencia ha provocado que junto a estos servicios básicos, los prime broker ofrezcan a los Hedge Funds otros servicios de valor añadido, entre los que cabe destacar los siguientes:

**Servicios de capital.** La búsqueda de inversores en los primeros años de vida de un Hedge Fund resulta ser una tarea compleja. Los prime broker, al ser bancos de inversión con una amplia red de relaciones, disponen de contactos con grupos de inversores institucionales, inversores minoristas y fondos de fondos y pueden, por tanto, servir de puente entre los gestores de los Hedge Funds y los inversores.

**Consultoría al inicio del negocio.** Los prime broker pueden asesorar en lo que se refiere a otros servicios que va a necesitar el Hedge Fund para iniciar su actividad (proveedores de software, búsqueda de oficinas, infraestructura tecnológica, asesores legales, administradores, abogados, auditores, etc.).

**Gestión del riesgo.** A lo largo de los últimos años, los prime broker han desarrollado sistemas de gestión del riesgo de gran sofisticación, difíciles de ser diseñados autónomamente debido a su elevado coste, por parte de los Hedge Funds. En muchas ocasiones, estas herramientas pueden ser puestas a disposición de los gestores de Hedge Funds.

**Reporting.** Se trata de un apartado donde el grado de eficiencia de los Hedge Funds, en nuestra opinión, deja algo que desear, constituyendo por ello un campo en el que los prime broker pueden proporcionar una ventaja importante.

Constada la importancia de los primer brokers, señalar que se estima que Lehman Brothers controlaba aproximadamente el 5% del negocio de prime brokerage a nivel global, o lo que es equivalente, alrededor de 100.000 millones de USD. A través de sus filiales de intermediación y gestión de valores, el banco de inversión permitía a los Hedge Funds invertir en distintos mercados y bajo diferentes jurisdicciones. Los activos así invertidos, los cuales eran constituidos como garantías en operaciones de financiación, eran posteriormente utilizados por Lehman Brothers para satisfacer sus propias obligaciones de pago. Una vez que el banco se declaró insolvente, muchos de sus clientes perdieron el acceso a sus garantías e incluso sus derechos sobre ellas mientras duraba el procedimiento concursal. A pesar de que la división de prime brokerage de Lehman no era tan importante como la de Morgan Stanley, Goldman Sachs o incluso Bear Stearns, grandes fondos como GLG, Harbinger, Amber Capital y Elliot Associates han sido en mayor o menor medida algunos de los afectados por la quiebra de Lehman Brothers. En el caso de Harbinger, la exposición a Lehman no estaba limitada a su unidad de brokerage exclusivamente, sino que también tenía exposición a través de complejos acuerdos tipo swap por valor de más de 250 millones de USD con una subsidiaria de este banco de inversión.

Sin embargo, muchos gestores de Hedge Funds, tras el rescate de Bear Stearns (marzo 2008) decidieron transferir sus activos (futuros, opciones, acciones, bonos e instrumentos derivados complejos) de Lehman Brothers a otros prime broker como medida preventiva en las semanas previas a su bancarrota. Este hecho provocó que en el momento de la quiebra, los Hedge Funds estuviesen ya bastante diversificados por prime broker, mitigando el efecto negativo del colapso de la compañía sobre la industria de los Hedge Funds. Solamente los de pequeño tamaño (menos de 100 millones de USD) resultaron seriamente dañados por la quiebra, dado que éstos suelen utilizar en su operativa un único intermediario financiero.

Como resultado de este evento, Morgan Stanley y Goldman Sachs, las dos entidades financieras de referencia en lo que se refiere al negocio de prime brokerage vieron cómo cientos de clientes han retirado sus inversiones de estas firmas trasladándolas a sus grandes competidores europeos, entre los que destacan Deutsche Bank y Credit Suisse. Además de esto, los Hedge Funds han percibido los riesgos de trabajar con un único prime broker y la necesidad de mantener una adecuada diversificación para gestionar mejor el riesgo de contrapartida.

En cuanto al impacto de la quiebra de Lehman en las IIC españolas, ha sido muy reducido. Según datos proporcionados por la CNMV, en España, a fecha 31 de julio de 2008 el grado de exposición directa al riesgo de contraparte de Lehman, tanto a

través de inversiones de contado como de derivados de las instituciones de inversión colectiva era de 300,2 millones de euros, lo cual representa el 0,13% del patrimonio total de las IIC. De ellos, 242,7 millones correspondían a inversiones de fondos de inversión y 57,5 millones a SICAV.

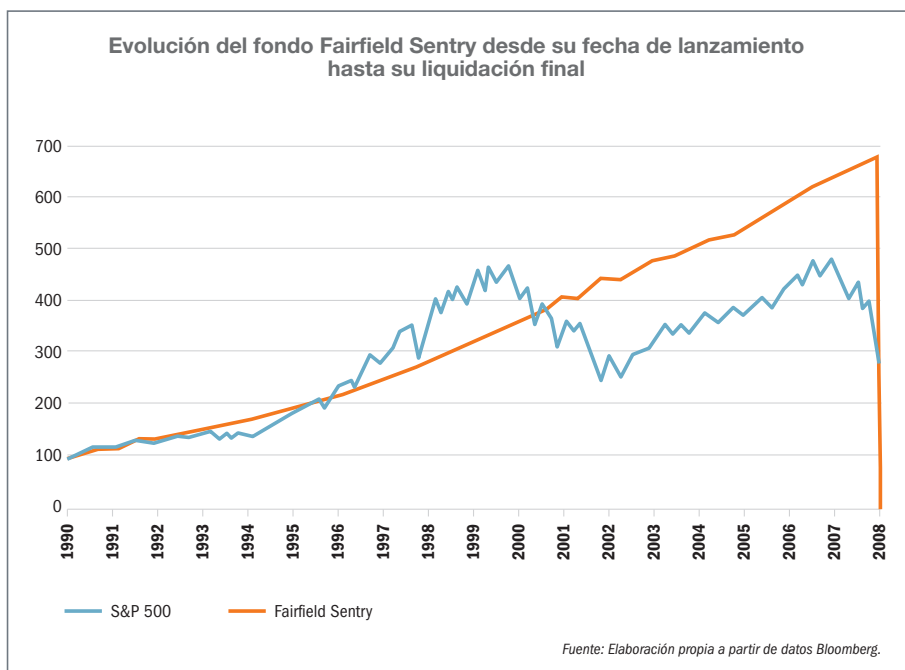
En cuanto al número de IIC afectadas, a la fecha señalada mantenían posiciones en Lehman 129 fondos de inversión y 330 SICAV, gestionados por 53 gestoras. De los fondos de inversión, 38 eran fondos de inversión garantizados (en los que el impacto será absorbido por la entidad financiera garante en la fecha de vencimiento de la garantía), 26 eran fondos de inversión con política de inversión de renta fija a corto plazo y el resto, 65, con otras políticas de inversión.

La exposición media para los fondos que mantenían las posiciones era del 3,21% en los fondos garantizados y del 0,90% en el resto. En definitiva, como señalábamos antes, un impacto escaso.

## **El caso Madoff**

Uno de los acontecimientos más impactantes del año 2008 en lo que a la industria de Hedge Funds se refiere salió a la luz el 11 de diciembre, cuando la SEC acusó a Bernard L. Madoff, ex presidente del Nasdaq y propietario de la firma de brokerage Bernard Madoff Investment Securities (BMIS), de haber perpetrado uno de los mayores fraudes financieros que se recuerda. En concreto, Madoff fue acusado de haber estafado a los inversores alrededor de 50.000 millones de USD a través de un esquema Ponzi o piramidal, según el cual había estado pagando durante años rentabilidades a sus clientes haciendo uso de los ingresos que recibía de nuevos inversores. La estafa piramidal se vino finalmente abajo a finales de año, al no ser capaz Madoff de hacer frente a los más de 7.000 millones de USD en reembolsos solicitados por sus inversores.

BMIS fue creada en el año 1960 y a finales de 2007 gestionaba 17.000 millones de USD en Hedge Funds, en los que implementaban una estrategia market neutral de renta variable estadounidense utilizando una estrategia de trading con opciones para cubrir el riesgo direccional, conocida por el nombre de split strike conversion. Esta estrategia consiste, por una parte, en la adquisición de una cesta de valores compuesta por 30 ó 40 títulos pertenecientes al índice S&P 100, la venta de opciones call sobre el S&P 100 fuera de dinero (OTM) y la compra simultánea de opciones put sobre el índice también fuera de dinero (OTM) o bien en dinero (ATM). De esta manera se crea una estrategia túnel que limita los beneficios potenciales a costa de cortar las pérdidas ante un eventual movimiento bajista de los mercados.

**PERFORMANCE DEL FONDO FAIRFIELD SENTRY DESDE SU FECHA DE LANZAMIENTO HASTA SU ÚLTIMO MES****EN ACTIVO**

	FONDO	S&P 500
Rentabilidad anualizada	11,24%	6,33%
Volatilidad anualizada	2,45%	14,25%
Ratio de Sharpe*	3,36	0,23
Correlación		0,29
Max drawdown	-0,55%	-46,28%
Max drawdown meses recuperación	1	56
Nº meses negativos	13	79
% meses positivo	93,49%	63,26%
Mejor mes	3,36%	11,16%
Peor mes	-0,55%	-16,94%

\* $R_f = 3\%$ .

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Los inversores en los Hedge Funds de Madoff se sintieron atraídos por su historial de éxito, sus excelentes rendimientos y la consistencia de los mismos tanto en periodos alcistas como bajistas de mercado así como por su reducida volatilidad. En el gráfico se muestra la evolución del fondo Fairfield Sentry, uno de los Hedge Funds afectados por la estafa de Madoff. Como también se puede observar en la

tabla, en sus 17 años de historia el fondo sólo obtuvo resultados negativos en 13 meses, siendo su máxima pérdida mensual del 0,55%, mientras que su rentabilidad anualizada ascendió por encima del 11%, casi un 5% más que el S&P 500, con una volatilidad de apenas el 2,5%, esto es, seis veces inferior a la del índice de renta variable estadounidense.

Las instituciones de inversión colectiva (fondos y sociedades de inversión) y fondos de pensiones españoles no han sido una excepción a este fraude, si bien el impacto sobre su situación patrimonial puede considerarse en ambos casos marginal. En este sentido, la CNMV analizó con fecha de referencia el 31 de octubre de 2008 el grado de exposición de las instituciones de inversión colectiva españolas a productos vinculados a Madoff. El análisis llevado a cabo desveló la inversión de las IIC españolas en 6 IIC extranjeras, con 17 compartimentos afectados y un producto estructurado. Las IIC extranjeras, por lo general, eran Hedge Funds, si bien en un caso se trataba de un compartimento de una IIC luxemburguesa con pasaporte comunitario y registrada para su comercialización en España.

La inversión de las IIC españolas en los compartimentos de IIC extranjeras afectados que se identificaron es la siguiente:

- ◆ A nivel global, la exposición directa de las IIC era, a 31 de octubre, de 106,9 millones de euros, lo cual representa un 0,05% del patrimonio global de las IIC.
- ◆ De las 106,9 millones, 56,5 millones correspondía a fondos de inversión (un 0,03% de su patrimonio) y los restantes 50,4 millones a SICAV (un 0,20% sobre su valor patrimonial).
- ◆ En lo que respecta al número de IIC afectadas, el número total ascendía a 224 de las cuales 39 eran fondos de inversión (7 IICIICIL) y 185 SICAV.
- ◆ El número de gestoras afectadas asciende a 30, más una SICAV autogestionada.
- ◆ La exposición media de los fondos fue de un 4,73% y para las SICAV de un 3,24%.

En lo que respecta a los fondos de pensiones, la Dirección General de Seguros y Fondos Pensiones (DGSFP) también publicó los activos dañados en estos vehículos de ahorro. Concretamente, la exposición a Madoff ascendió a 36 millones de euros, o lo que es equivalente, un 0,045% sobre su patrimonio gestionado, siendo nueve el número de planes de pensiones afectados. De nuevo, como en el caso de Lehman, un impacto reducido.

## Conclusiones

*Una de las lecciones más importantes que nos ha dejado la crisis financiera es la necesidad de dotar a la industria de Hedge Funds de una mayor regulación y transparencia, así como de reforzar aún más los procesos de due diligence. En este sentido, muchos fondos de fondos habían detectado irregularidades que les había llevado a rechazar la inversión en los productos del ex presidente del Nasdaq, como por ejemplo, el hecho de que Bernard Madoff Investment Securities (BMIS) actuaba como custodio de los activos de los inversores, que no tenía un administrador externo y que la compañía auditora era desconocida. A lo anteriormente señalado también habría que añadir la desconfianza que generaba su estrategia de trading con opciones, cuyas rentabilidades eran, en opinión de algunos expertos, imposibles de replicar en la práctica. Esto resalta sin lugar a dudas la importancia de llevar a cabo un proceso de due diligence riguroso, tanto cualitativo como cuantitativo, antes de llevar a cabo la inversión en Hedge Funds.*

---



## EL COMPORTAMIENTO DE LOS HEDGE FUNDS EN CRISIS ANTERIORES

### Introducción

Si bien es cierto que no es la primera vez que los Hedge Funds se enfrentan a una crisis de mercado, la mayor complejidad y alcance de la crisis subprime supone una prueba de esfuerzo sin antecedentes para estos vehículos de inversión colectiva, cuyo impacto final resulta a día de hoy todavía una incógnita.

No obstante, del análisis del comportamiento de los Hedge Funds en anteriores crisis se pueden extraer algunas conclusiones, entre las que cabe destacar su capacidad de recuperación, su mayor apalancamiento y correlación con los mercados de renta variable en las fases alcistas posteriores a las crisis, y una cierta descorrelación de los mercados tradicionales en los periodos bajistas del ciclo.

Con el fin de mostrar cómo han sobrellevado los Hedge Funds anteriores crisis, se analizan en este capítulo los eventos de mercado más relevantes acontecidos desde la crisis financiera asiática de 1997. Para cada evento se lleva a cabo un análisis del rendimiento de las diferentes estrategias de inversión implementadas por los Hedge Funds.

### Crisis financiera asiática (julio de 1997)

Como se puede observar en la tabla de rentabilidades, desde el inicio de la crisis financiera asiática en julio de 1997 hasta el inicio de la crisis de la deuda rusa / LTCM acaecida en julio de 1998, los Hedge Funds exhibieron descorrelación de los mercados de renta variable y rentabilidades positivas, con el Broad Index avanzando en el periodo un 23,6%. Las dos únicas estrategias que registraron rentabilidades negativas fueron Short Bias con una cesión del 1,3% y la estrategia Emerging Markets con una caída del 17,6%, reflejo del cambio en el panorama macro que se produjo en la región. En el lado de las ganancias destacaron los gestores *Global Macro* y *Long Short* al lograr, en términos medios, revalorizaciones del 40,5% y del 28,2% respectivamente.

**RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE LA CRISIS ASIÁTICA (JULIO 1997) Y LA CRISIS DE LTCM (JULIO 1998)**

PERFORMANCE (%)	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS	MXWO	SPTR	SBWGU
1M	7,0	2,1	-6,3	6,5	3,3	3,6	1,1	10,1	7,0	5,7	1,0	4,5	8,0	-0,8
3M	9,9	5,0	-9,5	5,4	4,2	5,9	3,1	12,4	14,1	1,6	4,8	2,5	7,5	1,3
6M	12,7	5,6	0,5	-3,5	4,7	9,8	2,6	20,0	13,5	3,0	10,0	-0,3	10,6	1,5
9M	20,2	9,8	-9,7	-4,0	9,7	17,4	4,2	29,6	24,7	4,7	13,8	13,6	26,0	2,3
1Yr	23,6	11,5	-1,3	-17,6	12,0	16,0	2,8	40,5	28,2	4,7	17,5	15,5	30,2	4,3
Hasta inicio crisis rusa / LTCM (anual.)	23,6	11,5	-1,3	-17,6	12,0	16,0	2,8	40,5	28,2	4,7	17,5	15,5	30,2	4,3
Volatilidad Anual	9,6	3,0	17,6	18,4	4,0	5,1	3,4	14,8	10,9	12,1	2,8	14,1	14,6	4,1
Correlación MXWO	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	-0,3	1,0	0,9	-0,1
Max DD.	-1,6	-0,8	-10,1	-22,6	-0,9	-2,0	-1,6	-2,4	-2,0	-7,3	0,0	-7,2	-5,6	-1,8
Max DD. Inicio	sep-97	oct-97	dic-97	jul-97	jul-97	abr-98	sep-97	jul-97	sep-97	jul-97		jul-97	jul-97	oct-97
Max DD. Fin	oct-97	nov-97	mar-98	jun-98	ago-97	jun-98	oct-97	ago-97	nov-97	ago-97		oct-97	ago-97	dic-97
Max DD. Meses Rec.	2	1	2	63	1	13	5	1	3	12	0	4	3	4
Max DD. Recuperación	dic-97	dic-97	may-98	ago-03	sep-97	jul-99	mar-98	sep-97	feb-98	ago-98		feb-98	nov-97	abr-98

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Index: Hedge Fund Broad Index, CA: Convertible Arbitrage, DSB: Dedicated Short Bias, EM: Emerging Markets, EMN: Equity Market Neutral, ED: Event Driven, FIA: Fixed Income Arbitrage, GM: Global Macro, LS: Long Short Equity, MF: Managed Futures, MS: Multi-strategy, MXWO: MSCI World, SPTR: S&P 500 Total Return, SBWGU: Citi World Gov Bond Index.

Los principales índices de renta variable mundial y renta variable EEUU, el MSCI World y el S&P 500 TR, obtuvieron rentabilidades positivas durante los meses posteriores al inicio de la crisis. En el periodo comprendido entre julio de 1997 y julio de 1998 sus revalorizaciones fueron del 15,5% y del 30,2% respectivamente. Por su parte, la renta fija gubernamental a nivel global se revalorizaba tan sólo un 4,3% de acuerdo al índice Citigroup WGBI.

Los Hedge Funds captaron menos del 70% de la volatilidad registrada por los índices de renta variable (9,6% vs 14,1% del MSCI World y 14,6% del S&P 500 TR en términos anualizados), a la vez que mostraron una cierta descorrelación de estos mercados. En este sentido, ninguna de las estrategias Hedge mostró correlaciones superiores a 0,7 en términos absolutos con el MSCI World. *Convertible Arbitrage*, *Fixed Income Arbitrage*, *Global Macro* y *Multi-Strategy* fueron las estrategias menos correlacionadas con la renta variable durante este periodo.

**VOLATILIDAD 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS ASIÁTICA (%)**

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
30/06/97	9,2	1,2	17,8	11,9	3,9	3,2	1,0	15,7	9,1%	8,8	2,5
31/07/97	8,1	1,5	15,5	10,5	4,2	3,4	1,0	14,1	9,1%	9,8	2,4
31/08/97	9,0	1,5	15,3	12,9	4,9	4,0	1,0	15,3	9,2%	13,2	2,4
30/09/97	9,2	1,5	14,6	12,8	4,9	4,0	1,0	15,4	10,0%	13,3	2,7
31/10/97	10,0	1,8	15,6	17,0	5,0	4,2	2,9	16,0	10,5%	12,3	3,0
30/11/97	9,5	2,8	15,6	18,5	5,2	4,1	2,9	14,9	10,8%	11,6	2,8
31/12/97	9,4	2,7	15,6	18,7	5,4	4,1	2,7	14,8	10,8%	11,7	2,7
31/01/98	9,1	2,8	15,5	18,4	4,9	4,0	3,0	14,3	10,9%	11,4	2,9
28/02/98	9,1	2,8	16,8	16,9	4,9	4,2	3,0	14,3	11,2%	11,3	2,7
31/03/98	9,5	2,8	14,0	17,2	4,4	4,0	3,2	15,9	10,6%	11,3	2,6
30/04/98	9,5	2,8	14,1	17,1	4,5	3,8	3,1	15,5	10,4%	11,7	2,5
31/05/98	9,6	2,8	17,5	19,7	4,0	4,6	3,2	14,8	10,8%	12,1	2,5
30/06/98	9,6	3,0	17,6	18,4	4,0	5,1	3,4	14,8	10,9%	12,1	2,8

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

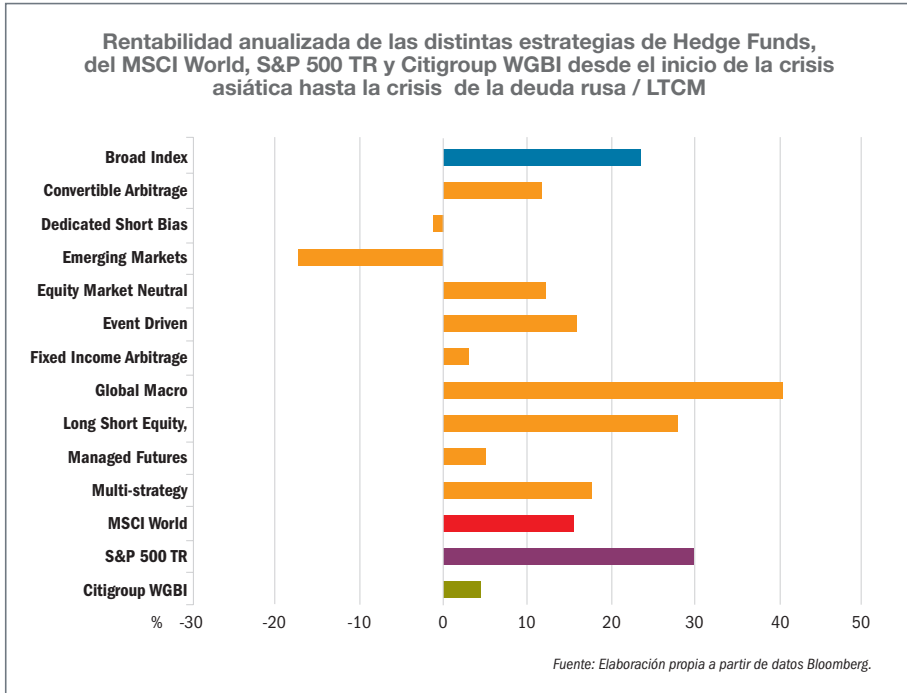
**CORRELACIÓN 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS CON EL MSCI WORLD 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS ASIÁTICA**

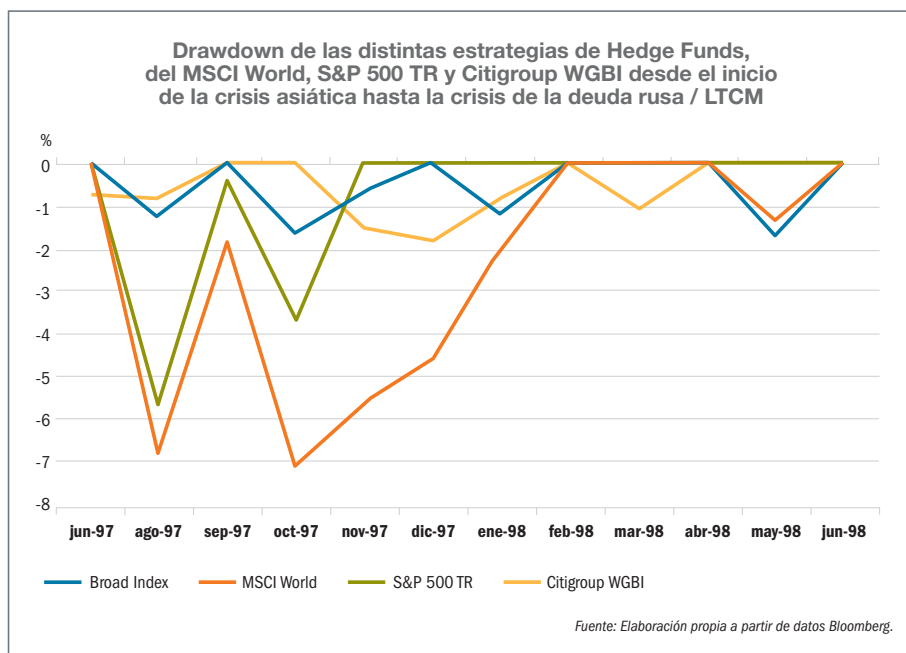
	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
30/06/97	0,6	0,5	-0,8	0,4	0,6	0,6	-0,2	0,5	0,8	0,2	-0,4
31/07/97	0,5	0,7	-0,8	0,2	0,6	0,6	-0,2	0,3	0,7	0,3	-0,3
31/08/97	0,6	0,3	-0,6	0,5	0,7	0,7	0,1	0,5	0,6	0,6	-0,3
30/09/97	0,6	0,2	-0,6	0,5	0,7	0,7	0,1	0,5	0,6	0,6	-0,2
31/10/97	0,7	0,4	-0,7	0,7	0,7	0,8	0,5	0,6	0,7	0,7	-0,4
30/11/97	0,7	0,2	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,6	0,6	-0,4
31/12/97	0,7	0,2	-0,7	0,6	0,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	-0,3
31/01/98	0,7	0,2	-0,7	0,6	0,7	0,8	0,5	0,5	0,6	0,6	-0,3
28/02/98	0,6	0,3	-0,7	0,7	0,7	0,8	0,5	0,4	0,7	0,6	-0,3
31/03/98	0,6	0,3	-0,7	0,7	0,7	0,8	0,5	0,4	0,6	0,6	-0,4
30/04/98	0,6	0,3	-0,7	0,7	0,7	0,9	0,5	0,4	0,7	0,6	-0,4
31/05/98	0,7	0,3	-0,7	0,7	0,6	0,8	0,5	0,5	0,7	0,6	-0,3
30/06/98	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	-0,3

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

En lo que respecta al máximo *drawdown*, todas las estrategias mostraron caídas muy inferiores a las de la renta variable salvo en el caso de *Short Bias* (-10,1%) y *Emerging Markets* (-22,6%), tardando esta última estrategia 63 meses en recuperar dicha pérdida. El máximo *drawdown* del Broad Index ascendió a un

-1,6% registrado entre septiembre y octubre de 1997, siendo su periodo posterior de recuperación de tan sólo 2 meses. Por el contrario, la renta variable sufría cesiones más significativas (-7,2% del MSCI World) y la renta fija caía tan sólo un 1,8% desde máximos. El hecho de que esta cesión fuera del mismo orden de magnitud que en el caso de los bonos, da una idea de la capacidad de los gestores de adaptarse a la crisis, en un entorno de mercado especialmente difícil para las economías emergentes.





## **Crisis de la deuda rusa / Long Term Capital Management (LTCM) 1998**

1998 fue un año desastroso para la industria de Hedge Funds. El default de la deuda rusa provocó una crisis que se extendió rápidamente a los mercados financieros de otros países provocando pánico entre los inversores, quienes en una “huida hacia la calidad”, se refugiaron en la renta fija gubernamental. Los spreads de crédito se ampliaron y las primas de liquidez de los bonos corporativos, titulizaciones y otros activos aumentaron, lo cual provocó cuantiosas pérdidas en muchos Hedge Funds que operaban en los mercados de renta fija, apostando a la convergencia de los spreads, entre ellos LTCM.

Como consecuencia de estos acontecimientos, muchos Hedge Funds se vieron obligados a liquidar y a desapalancar sus posiciones, con el fin de reducir su riesgo y lograr la necesaria liquidez para atender los reembolsos de los inversores y los margin calls de los prime broker, generando más presión y pérdidas sobre sus carteras.

La mayor restricción del crédito a los Hedge Funds tuvo un impacto muy significativo en las estrategias de Fixed Income Arbitrage y Global Macro, las cuales suelen utilizar un elevado grado de apalancamiento para amplificar sus rentabilidades.

Como se puede observar en la tabla de rentabilidad, desde el inicio de la crisis de la deuda rusa / LTCM en julio de 1998 hasta el inicio de la crisis tecnológica en abril

de 2000, el Broad Index se revalorizó un 9,2% en términos anualizados, una rentabilidad que se situó muy por debajo de la obtenida por los mercados de renta variable a nivel global, aunque fue más del doble de la registrada por la renta fija (Citigroup WGBI 4,3%). *Short Bias* con una rentabilidad anualizada del -16,3%, y *Global Macro*, una estrategia muy vinculada a la evolución de los mercados de renta fija y que a su vez asume un elevado grado de apalancamiento, con un retroceso del -7,9% también en términos anualizados en el mismo periodo, fueron las dos únicas estrategias que se quedaron en terreno negativo. Por el contrario, la estrategia *Long Short Equity* con una ganancia del 32,5%, impulsada por la fuerte revalorización experimentada por las small caps así como por el mayor apalancamiento asumido por los gestores durante esta fase de mercado alcista, y *Equity Market Neutral* con un 14,9% fueron las estrategias más destacadas.

#### RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE LA CRISIS DE LTCM (JULIO 1998) Y LA CRISIS TECNOLÓGICA (ABRIL 2003)

PERFORMANCE (%)	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS	MXWO	SPTR	SBWGU
1M	0,9	0,5	2,7	0,1	-0,1	0,0	0,5	1,8	0,6	-1,1	0,7	-0,3	-1,1	0,1
3M	-8,9	-7,2	19,8	-28,7	0,0	-14,4	-4,7	-8,1	-7,8	16,2	2,4	-12,3	-9,9	8,3
6M	-9,2	-9,4	-4,3	-27,0	5,9	-9,9	-8,4	-17,7	3,7	18,7	0,8	5,9	9,2	12,2
9M	-8,6	-5,3	-7,8	-23,0	8,7	-6,1	-4,0	-22,9	9,4	13,1	3,9	9,4	14,7	7,8
1Yr	-3,0	-0,6	-13,0	-15,0	14,7	1,8	-0,8	-19,2	17,3	15,9	2,5	14,3	22,8	4,1
Hasta inicio crisis tecnológica (anual.)	9,2	8,5	-16,3	7,7	14,9	7,7	2,1	-7,9	32,5	5,2	9,4	17,1	18,8	4,3
Volatilidad Anual	12,3	7,8	24,7	26,1	2,8	11,0	7,1	15,0	18,2	11,7	5,7	17,9	19,7	7,3
Correlación MXWO	0,5	0,2	-0,8	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,2	0,6	-0,3	-0,2	1,0	1,0	0,1
Max DD.	-13,8	-12,0	-41,9	-29,2	-1,0	-14,4	-11,8	-26,8	-11,4	-7,9	-4,8	-13,7	-15,4	-7,2
Max DD. Inicio	jul-98	jul-98	ago-98	jul-98	jun-98	jul-98	jul-98	jul-98	jul-98	dic-98	sep-98	jun-98	jun-98	dic-98
Max DD. Fin	oct-98	oct-98	mar-00	ene-99	ago-98	sep-98	oct-98	sep-99	ago-98	mar-00	oct-98	ago-98	ago-98	jul-99
Max DD. Meses Rec.	13	10	Sin rec.	11	2	9	12	18	4	12	4	3	3	28
Max DD. Recuperación	nov-99	ago-99		dic-99	oct-98	jun-99	oct-99	mar-01	dic-98	mar-01	feb-99	nov-98	nov-98	oct-01

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Index: Hedge Fund Broad Index, CA: Convertible Arbitrage, DSB: Dedicated Short Bias, EM: Emerging Markets, EMN: Equity Market Neutral, ED: Event Driven, FIA: Fixed Income Arbitrage, GM: Global Macro, LS: Long Short Equity, MF: Managed Futures, MS: Multi-strategy, MXWO: MSCI World, SPTR: S&P 500 Total Return, SBWGU: Citi World Gov Bond Index.

Al igual que ocurrió durante la crisis asiática, los Hedge Funds captaron menos del 70% de la volatilidad registrada por los índices de renta variable (12,3% vs 17,9% del MSCI World y 19,7% del S&P 500 TR en términos anualizados), a la vez que mantuvieron una correlación de baja a moderada con estos mercados (entre 0,1 y 0,8 en términos absolutos con el MSCI World). Atendiendo a los gráficos de evolución de la volatilidad y correlación a 12 meses, destaca el incremento significativo de estas dos variables en agosto de 1998, coincidiendo con la quiebra de LTCM. De las 10 estrategias analizadas, 6 de ellas mostraban en julio de 1998

una correlación inferior a 0,6 en términos absolutos con el MSCI World. Apenas un mes más tarde sólo Managed Futures y Multi-Strategy conseguían mantener la correlación por debajo de esta cota. Convertible Arbitrage y Fixed Income Arbitrage, dos estrategias especialmente sensibles a la evolución de los mercados de crédito, vieron cómo su correlación con la renta variable ascendía de 0 a 0,8 y de 0,4 a 0,7 respectivamente.

#### VOLATILIDAD 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS DE LA DEUDA RUSA / LTCM (%)

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
30/06/98	9,6	3,0	17,6	18,4	4,0	5,1	3,4	14,8	10,9	12,1	2,8
31/07/98	7,8	2,7	16,4	16,4	3,2	4,6	3,3	12,5	9,5	10,7	2,8
31/08/98	11,7	5,9	27,3	26,7	3,2	13,6	3,6	13,7	16,2	12,0	2,8
30/09/98	11,5	6,7	27,8	26,0	3,0	13,6	5,0	15,1	15,5	13,1	2,8
31/10/98	12,3	8,1	29,4	26,4	3,5	13,6	8,2	19,7	15,5	12,8	6,0
30/11/98	12,4	8,5	30,5	27,6	3,5	13,9	8,5	19,4	15,6	13,1	6,2
31/12/98	12,3	8,4	31,1	26,5	3,4	13,8	8,7	18,8	16,6	13,1	6,2
31/01/99	12,3	8,7	31,9	26,3	3,4	13,9	9,1	18,9	16,7	13,9	6,3
28/02/99	12,2	8,6	31,7	26,2	3,3	13,5	9,2	19,0	16,9	14,0	6,2
31/03/99	10,4	8,6	31,6	27,5	3,2	13,5	9,2	15,1	16,6	14,2	6,2
30/04/99	10,8	8,8	31,9	29,0	3,3	13,9	9,4	15,1	16,8	13,1	6,0
31/05/99	10,8	9,0	29,6	28,0	3,3	14,1	9,5	14,3	16,6	13,7	6,0
30/06/99	11,3	9,0	29,6	28,5	3,3	14,4	9,5	14,2	16,8	13,8	6,5

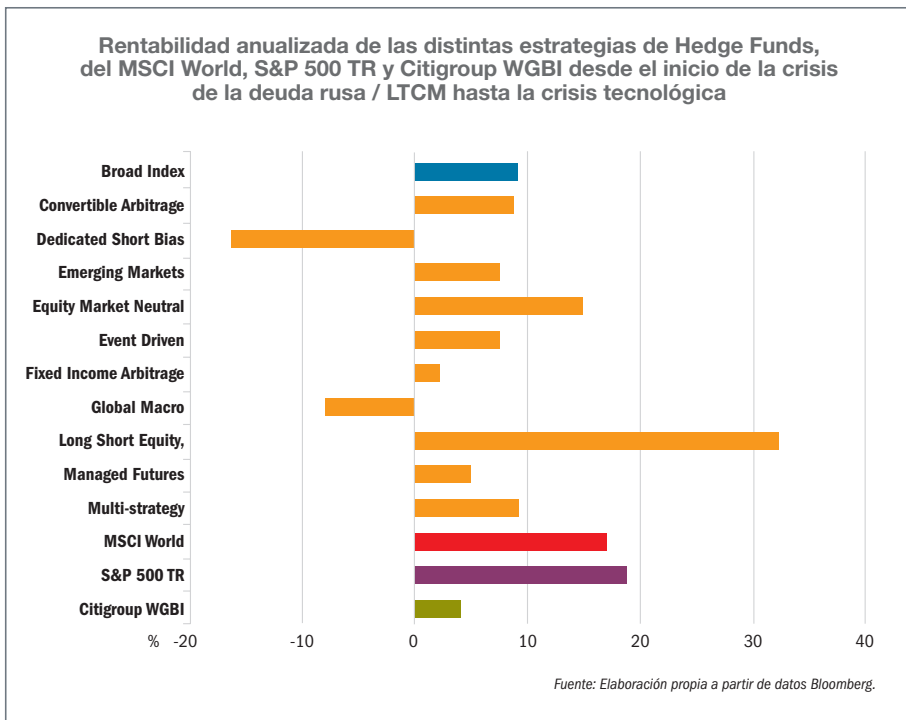
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

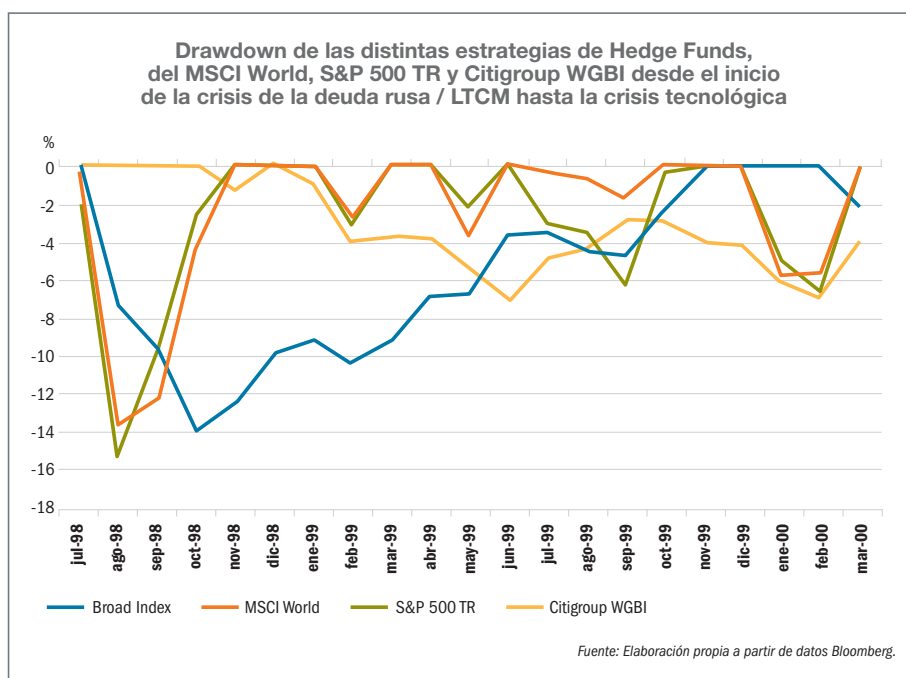
#### CORRELACIÓN 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS FRENTE AL MSCI WORLD 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS DE LA DEUDA RUSA / LTCM

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
30/06/98	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	-0,3
31/07/98	0,7	0,0	-0,6	0,6	0,6	0,7	0,4	0,5	0,7	0,6	-0,3
31/08/98	0,9	0,8	-1,0	0,9	0,7	0,9	0,7	0,6	0,9	-0,6	-0,1
30/09/98	0,8	0,7	-0,9	0,8	0,6	0,8	0,4	0,5	0,9	-0,6	-0,3
31/10/98	0,5	0,3	-0,9	0,8	0,8	0,9	-0,2	0,0	0,9	-0,6	-0,4
30/11/98	0,5	0,3	-1,0	0,8	0,8	0,9	-0,1	0,0	0,9	-0,6	-0,3
31/12/98	0,5	0,4	-1,0	0,9	0,8	0,9	-0,1	0,0	0,9	-0,6	-0,3
31/01/99	0,5	0,3	-0,9	0,9	0,8	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,6	-0,3
28/02/99	0,5	0,3	-0,9	0,8	0,8	0,9	-0,1	0,0	0,9	-0,5	-0,4
31/03/99	0,5	0,2	-0,9	0,8	0,8	0,9	-0,1	-0,1	0,9	-0,5	-0,4
30/04/99	0,6	0,3	-0,9	0,8	0,8	0,9	-0,1	-0,1	0,9	-0,6	-0,4
31/05/99	0,5	0,2	-0,9	0,7	0,8	0,8	-0,1	-0,1	0,9	-0,4	-0,4
30/06/99	0,6	0,2	-0,9	0,8	0,8	0,8	-0,1	0,0	0,9	-0,4	-0,4

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg

En lo que se refiere al máximo drawdown, los Hedge Funds sufrieron caídas desde máximos similares a las experimentadas por la renta variable (-13,8% vs -13,7% del MSCI World y -15,4% del S&P 500 TR) y casi el doble de la registrada por la renta fija (-7,2%). Estas pérdidas de los Hedge Funds se registraron entre los meses de julio y de octubre de 1998, tardando posteriormente 13 meses en recuperar los niveles previos a la caída, por tan sólo 3 meses de los principales índices de renta variable. Solamente los gestores Equity Market Neutral con un -1,0% y los Multi-Strategy con un máximo drawdown del -4,8% fueron capaces de limitar las pérdidas por debajo de las registradas por la renta fija.





## Crisis tecnológica (2000)

Durante el estallido de la burbuja tecnológica del año 2000 hasta el inicio de la crisis de crédito en enero de 2005 los Hedge Funds consiguieron preservar el capital en un entorno de mercado caracterizado por las intensas pérdidas experimentadas por la renta variable a nivel global, que llegaron a alcanzar casi el 50% entre marzo de 2000 y septiembre de 2002. Como se puede observar en la tabla, el Broad Index se revalorizó en el periodo comprendido entre estas dos crisis un 6,9% en términos anualizados frente a un -4,2% del MSCI World y un 9,2% de la renta fija gubernamental. A pesar de que algunas estrategias más vinculadas a la evolución de las bolsas como es el caso de *Long Short Equity* y *Emerging Markets* llegaron a perder desde los máximos de marzo de 2000 un 11,5% y un 16,6% respectivamente, éstas fueron capaces de sobreponerse a las pérdidas en octubre de 2003 y marzo de 2002. En el caso del MSCI World, el máximo *drawdown* del 48,4% se registró entre marzo de 2000 y septiembre de 2002, tardando posteriormente 51 meses en recuperar los niveles previos a la caída.

RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE LA CRISIS TECNOLÓGICA Y LA CRISIS DE CRÉDITO														
PERFORMANCE (%)	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS	MXWO	SPTR	SBWGU
1M	-4,6	3,6	2,3	-7,8%	1,4	-0,7	0,9	-5,4	-7,5	-2,3	0,9	-4,3	-3,0	-3,3
3M	-2,3	7,7	1,0	-6,7%	4,8	1,2	1,9	-1,9	-5,2	-2,8	4,0	-3,8	-2,7	-0,1
6M	0,7	13,3	6,6	-8,7%	7,4	4,1	3,9	1,9	-1,9	-6,9	5,0	-8,8	-3,6	-2,8
9M	0,7	14,5	29,9	-12,2%	10,0	3,7	5,3	12,3	-4,8	7,9	4,8	-14,7	-11,1	1,4
1Yr	0,7	21,8	44,1	-12,2%	14,4	8,1	7,6	20,4	-9,5	13,3	6,8	-25,9	-21,7	-1,7
Hasta inicio crisis crédito (anul.)	6,9	10,0	-1,7	8,0%	8,5	10,3	7,1	15,1	3,5	10,0	8,2	-4,2	-2,9	9,2
Volatilidad Anual	4,5	4,0	17,1	10,1%	2,0	4,1	2,5	5,0	7,5	13,4	2,7	15,4	16,0	7,5
Correlación MXWO	0,6	0,0	-0,8	0,7	0,1	0,6	0,0	0,0	0,6	-0,3	0,5	1,0	1,0	0,0
Max DD.	-5,7	-3,6	-39,4	-16,6%	-0,5	-6,0	-3,9	-5,4	-11,5	-13,9	-1,8	-48,4	-44,7	-5,7
Max DD. Inicio	mar-00	ene-02	sep-02	mar-00	feb-04	may-02	ago-02	mar-00	mar-00	feb-04	sep-00	mar-00	ago-00	oct-01
Max DD. Fin	may-00	jul-02	dic-04	sep-01	abr-04	oct-02	nov-02	abr-00	jul-02	ago-04	oct-00	sep-02	sep-02	ene-02
Max DD. Meses Rec.	3	4	Sin rec.	6	2	4	4	4	15	15	3	51	50	4
Max DD. Recuperación	ago-00	nov-02		mar-02	jun-04	feb-03	mar-03	ago-00	oct-03	nov-05	ene-01	nov-06	oct-06	may-02

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Index: Hedge Fund Broad Index, CA: Convertible Arbitrage, DSB: Dedicated Short Bias, EM: Emerging Markets, EMN: Equity Market Neutral, ED: Event Driven, FIA: Fixed Income Arbitrage, GM: Global Macro, LS: Long Short Equity, MF: Managed Futures, MS: Multi-strategy, MXWO: MSCI World, SPTR: S&P 500 Total Return, SBWGU: Citi World Gov Bond Inde

En lo que respecta a las medidas de riesgo, los Hedge Funds captaron menos del 30% de la volatilidad de la renta variable (4,5% vs 15,4% del MSCI World y el 16,0% del S&P500 TR) y apenas el 60% de la volatilidad de la renta fija. La correlación con la renta variable, al igual que en anteriores crisis, se mantuvo en niveles de bajos a moderados (entre 0 y 0,8 en términos absolutos) con el Broad Index registrando una correlación con el MSCI World del 0,6.

El máximo *drawdown* de los Hedge Funds fue muy inferior al de la renta variable, tan sólo un 5,7% de caída entre marzo y mayo del 2000, tardando posteriormente 3 meses en recuperar la pérdida. En lo que respecta a la renta variable, el MSCI World registró una caída máxima del 48,4% mientras que el *drawdown* de la renta fija se situó en el mismo nivel que el de los Hedge Funds, esto es, un 5,7% recuperado 4 meses más tarde.

**VOLATILIDAD 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS TECNOLÓGICA (%)**

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
31/03/00	11,2	3,6	15,3	18,7	2,0	3,8	1,8	13,4	17,6	8,2	4,7
30/04/00	13,0	4,1	15,7	21,4	1,9	4,2	1,5	14,8	20,8	7,7	4,6
31/05/00	13,3	4,1	17,3	22,1	1,9	4,2	1,6	14,9	21,4	7,4	4,6
30/06/00	13,3	4,0	18,4	22,2	1,9	3,9	1,6	14,7	21,6	6,6	3,1
31/07/00	13,3	3,9	19,0	21,9	1,8	3,9	1,6	14,5	21,8	6,7	3,6
31/08/00	13,2	3,5	19,0	21,3	1,8	3,8	1,2	14,0	21,8	7,0	3,6
30/09/00	13,2	3,4	22,2	23,2	2,1	3,9	1,2	13,4	22,0	6,9	3,4
31/10/00	13,5	3,2	23,2	23,6	2,1	4,0	1,2	13,3	22,4	5,8	4,5
30/11/00	13,2	4,1	26,4	22,6	2,3	4,2	1,2	13,2	22,1	9,4	4,3
31/12/00	10,6	4,2	25,2	16,3	2,2	3,4	1,2	10,9	18,1	12,1	4,0
31/01/01	10,6	4,3	25,2	16,9	2,4	3,8	1,5	10,4	18,2	12,1	3,9
28/02/01	8,4	4,0	23,7	15,8	2,4	3,6	1,5	9,9	13,8	11,8	3,8
31/03/01	8,1	3,6	21,9	15,3	2,2	3,6	1,3	9,2	13,4	12,3	3,5

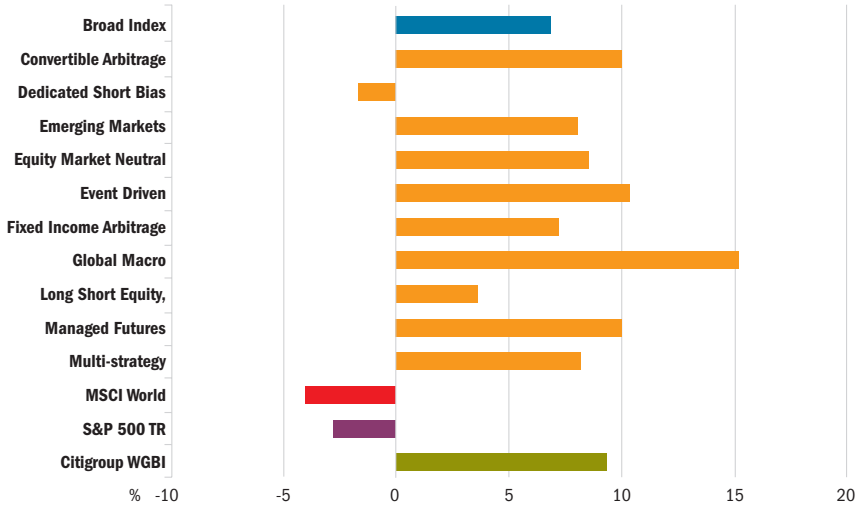
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

**CORRELACIÓN 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS FRENTE AL MSCI WORLD 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS TECNOLÓGICA**

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
31/03/00	0,4	-0,1	-0,6	0,7	0,2	0,3	0,1	0,6	0,4	0,2	0,0
30/04/00	0,5	-0,3	-0,6	0,8	0,1	0,4	-0,1	0,6	0,5	0,2	0,1
31/05/00	0,6	-0,3	-0,6	0,8	0,2	0,6	0,1	0,6	0,5	0,1	0,0
30/06/00	0,5	-0,3	-0,6	0,8	0,1	0,6	0,1	0,6	0,5	-0,1	0,3
31/07/00	0,6	-0,2	-0,7	0,8	0,1	0,6	0,1	0,5	0,5	0,0	0,4
31/08/00	0,6	-0,3	-0,7	0,8	0,1	0,6	0,1	0,5	0,5	0,0	0,4
30/09/00	0,6	-0,3	-0,7	0,8	0,3	0,6	0,0	0,6	0,5	0,2	0,4
31/10/00	0,6	-0,2	-0,8	0,8	0,4	0,7	0,0	0,6	0,6	0,5	0,5
30/11/00	0,6	0,1	-0,8	0,8	0,5	0,7	-0,1	0,4	0,6	0,0	0,5
31/12/00	0,4	0,2	-0,8	0,8	0,7	0,6	-0,4	0,2	0,4	0,0	0,4
31/01/01	0,4	0,4	-0,8	0,8	0,8	0,6	-0,2	0,1	0,4	0,0	0,6
28/02/01	0,4	0,3	-0,9	0,8	0,8	0,4	-0,1	0,1	0,5	0,0	0,6
31/03/01	0,7	0,1	-0,8	0,8	0,7	0,5	0,3	0,3	0,7	0,0	0,4

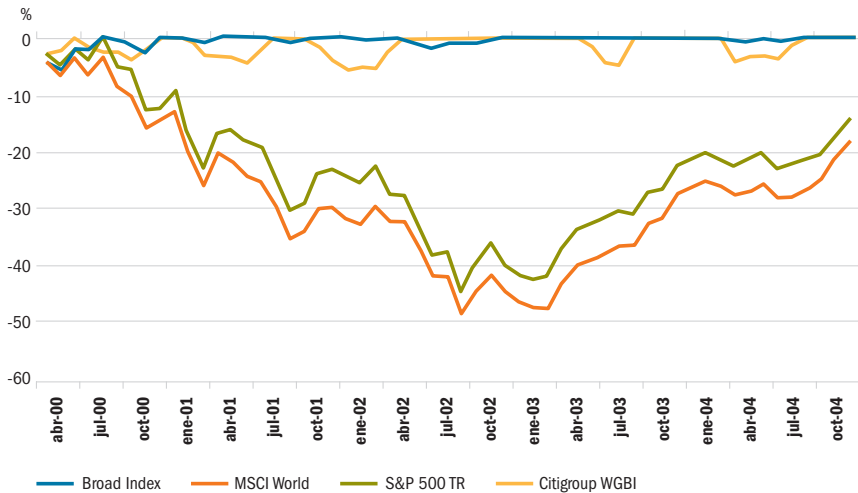
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

**Rentabilidad anualizada de las distintas estrategias de hedge funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis tecnológica hasta la crisis de crédito**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

**Drawdown de las distintas estrategias de hedge funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis tecnológica hasta la crisis de crédito**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

## Crisis de crédito de 2005

Desde el inicio de la crisis de crédito del año 2005 (rebaja de rating de General Motors y Ford) hasta el inicio de la crisis subprime de agosto de 2007 los Hedge Funds consiguieron revalorizarse un 11,7% en términos anualizados, en línea con el 12,0% de rentabilidad lograda por la renta variable en el mismo periodo y muy por encima del 0,5% de rentabilidad registrada por la renta fija gubernamental. Como se puede observar en la tabla de rentabilidad, Emerging Markets, Event - Driven y Long Short Equity con 19,5%, 14,3% y 12,9% de rentabilidad anualizada fueron las estrategias más rentables durante esta fase alcista de los mercados previa al inicio de la crisis subprime.

RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS ENTRE LA CRISIS DE CRÉDITO Y LA CRISIS SUBPRIME														
PERFORMANCE (%)	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS	MXWO	SPTR	SBWGU
1M	-0,3	-0,8	7,0	1,1	0,4	0,2	0,1	0,7	-0,8	-5,4	0,0	-2,3	-2,4	-1,4
3M	0,9	-2,7	14,4	2,6	1,8	2,4	1,3	2,6	0,0	-5,0	1,1	-1,6	-2,1	-2,6
6M	1,3	-6,3	13,4	5,6	1,5	3,6	-1,1	3,0	0,9	-0,9	0,3	-1,8	-0,8	-4,0
9M	5,9	-3,0	17,7	15,1	3,6	8,0	0,5	7,3	6,8	0,4	5,3	4,7	2,8	-5,0
1Yr	7,6	-2,5	17,0	17,4	6,1	9,0	0,6	9,2	9,7	-0,1	7,5	7,6	4,9	-6,9
Hasta inicio crisis subprime (anual.)	11,7	5,9	5,4	19,5	8,9	14,3	4,2	12,4	12,9	3,9	11,7	12,0	9,3	0,5
Volatilidad Anual	3,9	4,0	12,2	7,2	1,9	3,5	2,7	3,3	5,9	10,7	3,6	7,6	7,5	5,4
Correlación MXWO	0,9	0,5	-0,7	0,7	0,3	0,7	0,4	0,6	0,9	0,7	0,8	1,0	0,9	0,0
Max DD.	-1,5	-7,2	-15,3	-5,1	-0,6	-1,8	-2,4	-0,9	-3,9	-8,2	-2,0	-4,5	-4,7	-7,9
Max DD. Inicio	sep-05	dic-04	jul-06	abr-06	mar-05	sep-05	mar-05	sep-05	abr-06	dic-04	mar-05	feb-05	may-07	dic-04
Max DD. Fin	oct-05	may-05	may-07	jun-06	may-05	oct-05	jun-05	oct-05	jul-06	abr-05	may-05	abr-05	jul-07	nov-05
Max DD. Meses Rec.	1	8	10	4	3	2	7	1	4	5	2	3	2	12
Max DD. Recuperación	nov-05	ene-06	mar-08	oct-06	ago-05	dic-05	ene-06	nov-05	nov-06	sep-05	jul-05	jul-05	sep-07	nov-06

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Index: Hedge Fund Broad Index, CA: Convertible Arbitrage, DSB: Dedicated Short Bias, EM: Emerging Markets, EMN: Equity Market Neutral, ED: Event Driven, FIA: Fixed Income Arbitrage, GM: Global Macro, LS: Long Short Equity, MF: Managed Futures, MS: Multi-strategy, MXWO: MSCI World, SPTR: S&P 500 Total Return, SBWGU: Citi World Gov Bond Index.

Los Hedge Funds captaron el 50% de la volatilidad de la renta variable (3,9% vs 7,6% del MSCI World y el 7,5% del S&P500 TR) y el 70% de la volatilidad de la renta fija. La correlación con la renta variable fue algo superior que en anteriores crisis al situarse entre el 0,3 y el 0,9 en términos absolutos. En este sentido, el Broad Index registró una correlación con el MSCI World del 0,9, lo cual viene a constatar una gestión más agresiva por parte de los gestores durante este periodo alcista de la renta variable, en parte explicado por un mayor apalancamiento y unas restricciones en la gestión del riesgo menos rígidas.

**VOLATILIDAD 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS DE CRÉDITO (%)**

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
31/01/05	3,4	2,4	15,9	6,3	2,2	3,3	2,4	2,9	5,5	14,6	2,3
28/02/05	3,4	2,4	16,3	6,7	2,3	3,4	2,4	3,0	5,5	12,6	2,3
31/03/05	3,5	2,8	16,2	7,2	2,2	3,4	2,2	2,9	5,8	12,6	2,3
30/04/05	3,7	3,9	16,5	5,8	2,1	3,7	2,3	3,0	5,9	11,3	2,8
31/05/05	3,6	4,0	17,9	4,9	2,3	3,7	2,8	3,0	5,8	11,9	3,1
30/06/05	3,7	4,2	17,9	5,0	2,3	3,7	2,8	3,0	5,9	12,0	3,2
31/07/05	3,7	4,7	15,9	4,8	2,3	3,7	2,9	3,1	5,7	11,7	3,6
31/08/05	3,6	4,8	16,1	4,8	1,5	3,6	2,8	2,7	5,6	11,5	3,6
30/09/05	3,7	5,0	16,2	5,4	1,5	3,6	2,6	2,8	5,5	11,5	3,7
31/10/05	4,4	5,0	16,2	7,0	1,5	4,7	2,5	3,3	6,5	11,0	4,1
30/11/05	4,0	4,8	13,7	6,9	1,6	4,0	2,4	2,9	6,1	10,2	3,9
31/12/05	4,0	4,9	12,6	7,0	1,8	3,8	2,3	3,0	6,2	10,6	4,1
31/01/06	4,6	5,6	11,7	8,3	2,0	4,3	2,7	4,0	6,8	9,1	4,5

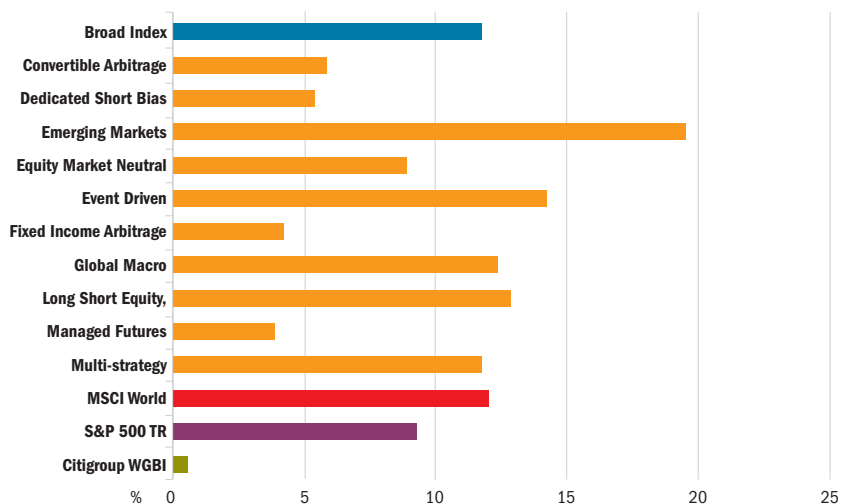
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

**CORRELACIÓN 12 MESES TRAILING DE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS DE HEDGE FUNDS FRENTE AL MSCI WORLD 1 AÑO DESPUÉS DEL INICIO DE LA CRISIS DE CRÉDITO**

	INDEX	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LS	MF	MS
31/01/05	0,9	0,3	-0,9	0,5	0,2	0,9	0,2	0,4	0,9	0,7	0,8
28/02/05	0,9	0,3	-0,8	0,6	0,3	0,9	0,2	0,4	0,9	0,8	0,8
31/03/05	0,9	0,5	-0,9	0,7	0,2	0,9	0,2	0,4	0,9	0,7	0,8
30/04/05	0,9	0,7	-0,9	0,6	0,2	0,9	0,4	0,5	1,0	0,7	0,9
31/05/05	0,9	0,6	-0,9	0,7	0,2	0,9	0,3	0,4	1,0	0,7	0,7
30/06/05	0,9	0,6	-0,9	0,7	0,1	0,9	0,3	0,5	0,9	0,7	0,7
31/07/05	0,9	0,7	-0,8	0,7	0,1	0,9	0,5	0,6	0,9	0,7	0,7
31/08/05	0,9	0,7	-0,8	0,7	0,3	0,9	0,5	0,6	0,9	0,7	0,7
30/09/05	0,9	0,7	-0,8	0,7	0,3	0,9	0,5	0,7	1,0	0,7	0,7
31/10/05	0,9	0,7	-0,7	0,7	0,2	0,9	0,5	0,7	1,0	0,7	0,8
30/11/05	0,9	0,6	-0,7	0,7	0,2	0,8	0,2	0,6	1,0	0,6	0,8
31/12/05	0,9	0,6	-0,6	0,8	0,2	0,8	0,2	0,7	0,9	0,6	0,8
31/01/06	0,9	0,7	-0,6	0,9	0,4	0,9	0,4	0,8	0,9	0,5	0,8

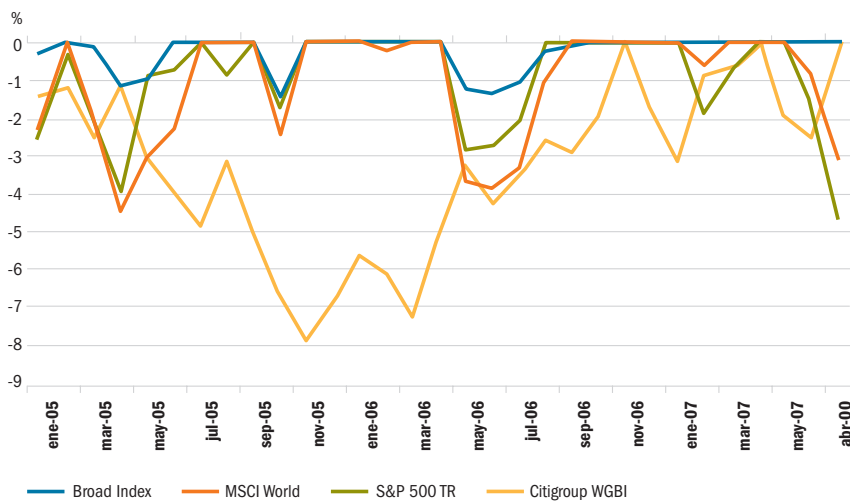
Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

### Rentabilidad anualizada de las distintas estrategias de Hedge Funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis de crédito hasta la crisis subprime

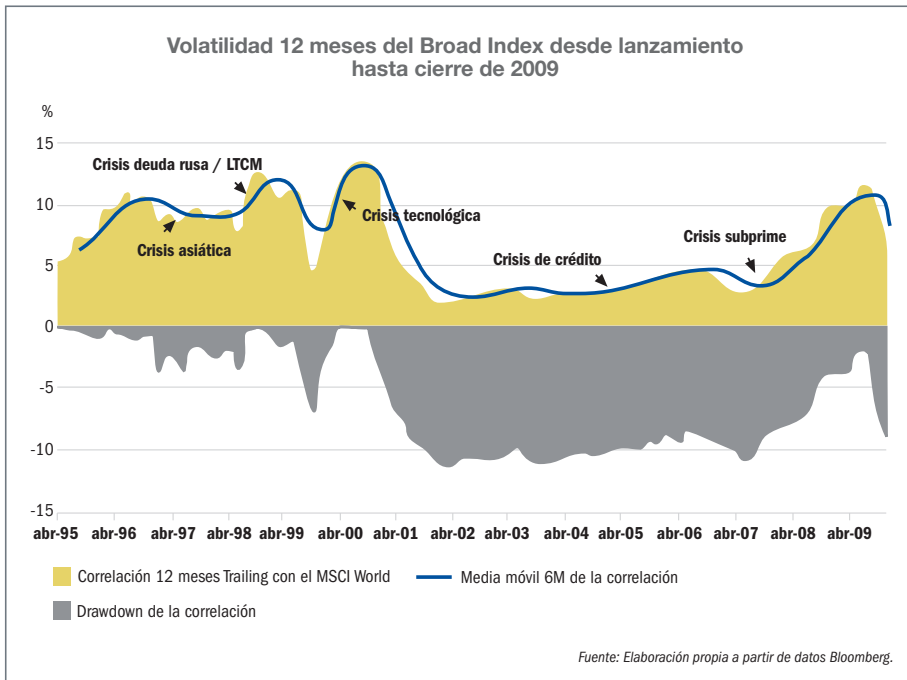
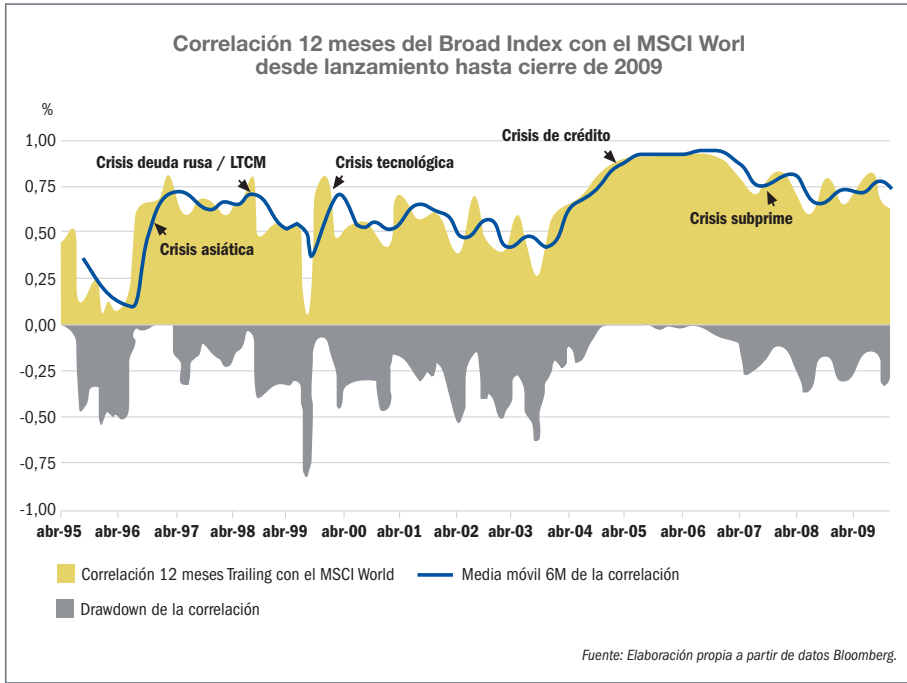


Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

### Drawdown de las distintas estrategias de Hedge Funds, del MSCI World, S&P 500 TR y Citigroup WGBI desde el inicio de la crisis de crédito hasta la crisis subprime



Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.



---

## Conclusiones

*A pesar de que se ha hablado en numerosas ocasiones acerca de la alta correlación que tienen los Hedge Funds con los mercados de renta variable, cuestionando incluso sus beneficios de diversificación en el contexto de una cartera de inversiones, los resultados obtenidos demuestran que muchas de las estrategias implementadas por estos fondos han conseguido obtener atractivas rentabilidades ajustadas al riesgo durante las principales crisis de mercado analizadas y anteriores a la de 2007-2008.*

*Exceptuando la crisis de la deuda rusa de 1998, un año especialmente difícil para los Hedge Funds por el efecto arrastre que supuso la quiebra de LTCM sobre otros muchos fondos, en los meses posteriores al inicio de la crisis asiática de 1997, la crisis de la burbuja tecnológica del año 2000 y la crisis de crédito de 2005, los Hedge Funds consiguieron obtener rentabilidades superiores a las registradas por los mercados de renta variable asumiendo una volatilidad significativamente inferior y limitando en gran medida el máximo drawdown. Este hecho demuestra la elevada flexibilidad mostrada por estos fondos ante los cambios experimentados en los mercados, siendo capaces de modificar sus posiciones rápidamente para capitalizar las nuevas oportunidades que se fueron presentando.*

*En líneas generales los Hedge Funds han mostrado tendencias de correlación con la renta variable en los mercados alcistas y una cierta descorrelación durante las recesiones económicas. Durante periodos de stress en los mercados, la correlación de los Hedge Funds con el MSCI World sufre intensas cesiones, poniendo de manifiesto la habilidad que tienen los gestores de descorrelacionarse de los mercados de renta variable.*

*La habilidad de los gestores en mantener carteras muy diversificadas por clases de activos y el uso intensivo de las posiciones cortas, ha permitido a los Hedge Funds limitar las pérdidas en tres de las cuatro crisis si lo comparamos con los índices de mercado tradicionales, resultando ser a lo largo del tiempo una opción de inversión más equilibrada que éstos.*

---



# LA INDUSTRIA DE HEDGE FUNDS EN ESPAÑA

### Introducción

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, así como las primeras instituciones de inversión colectiva de instituciones de inversión colectiva de inversión libre (IICIICIL) o fondos de fondos de inversión libre (FoFIL), o fondos de fondos de Hedge Funds, con el fin de poder acercar este producto a los inversores minoristas españolas.

A pesar del éxito cosechado por esta industria a nivel internacional, con aumentos significativos año tras año tanto en el número de fondos como en los activos bajo gestión, el despegue de los Hedge Funds en España no ha tenido hasta el momento el éxito deseado, en parte porque su nacimiento ha coincidido con la mayor crisis económico-financiera que se recuerda desde la Gran Depresión, que ha truncado de manera muy significativa la expansión de la industria de instituciones de inversión colectiva en general y de la inversión libre en particular.

### Evolución de la gestión alternativa en España

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.

**IIC DE INVERSIÓN LIBRE REGISTRADAS EN CNMV A FECHA 31/12/2009**

IIC DE INVERSIÓN LIBRE	FECHA DE REGISTRO	GESTORA
BBVA CODESPA MICROFINANZAS, FIL	08/11/06	BBVA ASSET MANAGEMENT, SGIIC
BBVA & PARTNERS RETORNO ABSOLUTO, FIL	04/12/06	BBVA ASSET MANAGEMENT, SGIIC
CYGNUS UTILITIES, INFRAESTRUCTURAS & RENOVABLES, FIL	04/12/06	CYGNUS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
SIITNEDIF TORDESILLAS, FIL	27/02/07	SIITNEDIF, SGIIC
MARCH CARTERA ACTIVA, FIL	02/04/07	MARCH GESTION DE FONDOS, SGIIC
FONDO GRE, FIL	25/06/07	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC
CYGNUS GLOBAL MANAGERS, FIL	29/06/07	CYGNUS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
ALTAN I INMOBILIARIO GLOBAL, FIL	20/07/07	ALTAN CAPITAL, SGIIC
ALTAN II INMOBILIARIO GLOBAL, FIL	20/07/07	ALTAN CAPITAL, SGIIC
NMAS1 REAL ESTATE, FIL (EN LIQUIDACIÓN)	20/07/07	NMAS 1 GESTION SGIIC
BESTINVER HEDGE VALUE FUND, FIL	21/09/07	BESTINVER GESTION, SGIIC
FONCAIXA PRIVADA IDEAS, FIL	21/09/07	INVERCAIXA GESTION, SGIIC
CAJA MURCIA SELECCION DINAMICA, FIL	28/09/07	AHORRO CORPORACION GESTION, SGIIC
CYGNUS RENAISSANCE E&F, FIL (EN LIQUIDACIÓN)	28/09/07	CYGNUS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
VALORICA GLOBAL, FIL	08/10/07	VALORICA CAPITAL E INVERSIONES, SGIIC
ACCURATE GLOBAL ASSETS, FIL	28/12/07	RENTA 4 GESTORA, SGIIC
LAREDO INVERSION LIBRE, FIL	28/12/07	OMEGA GESTION DE INVERSIONES, SGIIC
VALORICA ALFA, FIL	25/01/08	VALORICA CAPITAL E INVERSIONES, SGIIC
VALORICA MACRO, FIL	25/01/08	VALORICA CAPITAL E INVERSIONES, SGIIC
OPTIMAL GLOBAL EQUITIES, FIL	14/03/08	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENTS, SGIIC
OPTIMAL SELECTION HOLDINGS, FIL	14/03/08	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENTS, SGIIC
MOSAIC IBERIA, FIL	11/07/08	RENTA 4 GESTORA, SGIIC
VALIRA INCOME, FIL	18/07/08	VALIRA CAPITAL ASSET MANAGEMENT, SGIIC
BRIGHTGATE ABSOLUTE RETURN, FIL	25/03/09	EPSILON GESTIÓN ALTERNATIVA SGIIC
ALPHAVILLE, FIL	24/09/09	OMEGA GESTION DE INVERSIONES, SGIIC
SPANISH RMBS FUND, FIL	23/10/09	RENTA 4 GESTORA, SGIIC
SENIOR LOANS, FIL	11/12/09	ALTAMAR GESTIÓN ALTERNATIVA, SGIIC
MUTUAFONDO ARGALI, FIL	18/12/09	MUTUACTIVOS, SGIIC

Fuente: Elaboración propia a partir de datos CNMV.

En lo que respecta a los fondos de fondos de inversión libre (FoFIL), antes de finalizar el año 2006 ya se habían registrado el Santander Dinámico Alternativo y el Banesto Multiestrategia Alternativo. Actualmente hay un total de 36 fondos registrados en la CNMV, mientras que los activos bajo gestión ascienden a 427 millones de EUR. La mayor oferta relativa de los fondos de fondos en España radica en 1) la accesibilidad por parte de los pequeños inversores a este tipo de productos sin tener que estar sujetos a una suscripción mínima de 50.000 EUR, como sucede en los FIL, y 2) el menor riesgo que a priori se les presupone a este tipo de vehículos de inversión, los cuales tratan de diversificar adecuadamente los riesgos al invertir en varios Hedge Funds subyacentes que implementan estrategias de gestión alternativa poco correlacionadas entre sí. No obstante, a lo largo del año 2009 el patrimonio gestionado por los fondos de fondos de inversión libre se ha reducido drásticamente: de 917 millones de EUR a comienzos de año hasta los 427 millones de EUR a cierre de diciembre, unas cifras que corroboran el escaso éxito

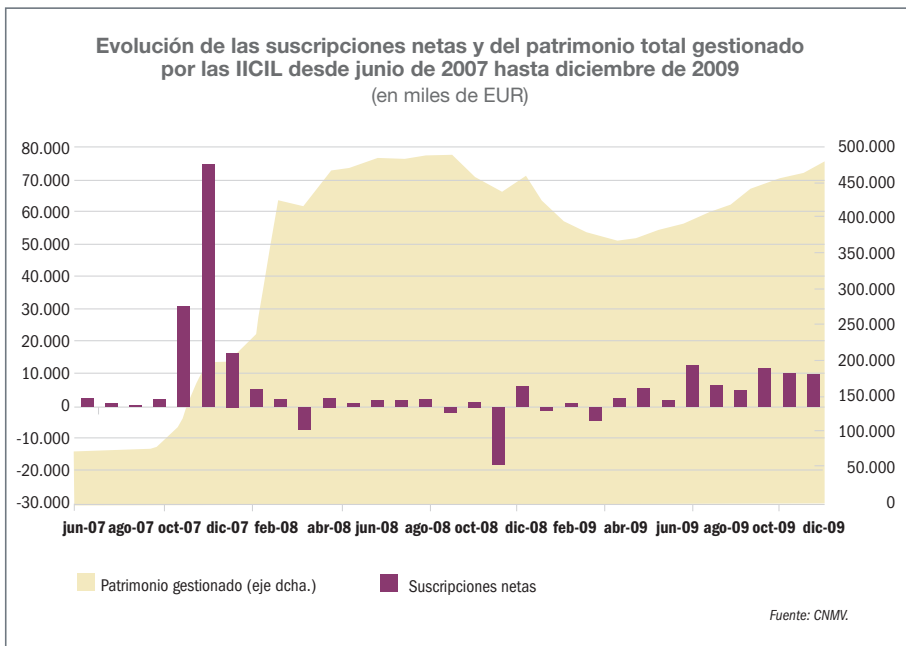
conseguido por estos productos en nuestro país, algunos de los cuales se han visto salpicados por el fraude Madoff. Según datos de CNMV, actualmente hay un total de 7 fondos de fondos en proceso de liquidación frente a tan sólo 2 dentro de la categoría de fondos de inversión libre.

En las siguientes tablas se detallan las IIC de Inversión Libre (IICIL) así como las IICIIC de Inversión Libre (IICIICIL) registradas en CNMV a finales de 2009.

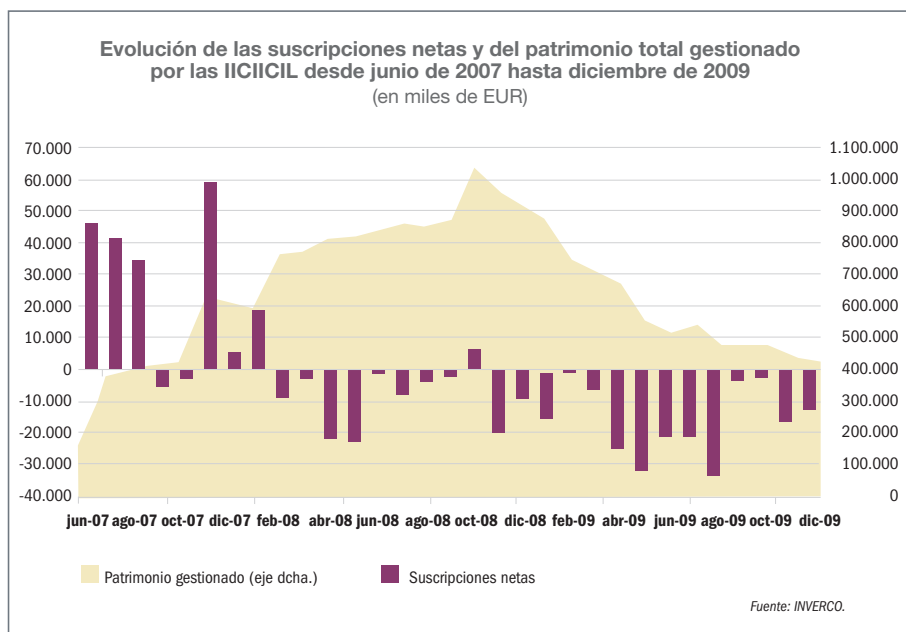
<b>IICIIC DE INVERSIÓN LIBRE REGISTRADAS EN CNMV A FECHA 31/12/2009</b>		
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>	<b>FECHA DE REGISTRO</b>	<b>GESTORA</b>
ALTEX VISION GLOBAL, IICIICIL	02/04/07	ALTEX PARTNERS GESTION, SGIIC
ALTITUDE TEIDE, IICIICIL	02/04/07	BBVA ASSET MANAGEMENT, SGIIC
CAJA MADRID SELECCION INVERSION LIBRE, IICIICIL	02/04/07	GESMADRID, SGIIC
DWS TOPIARY SELECT, IICIICIL	02/04/07	DWS INVESTMENTS (SPAIN), SGIIC
NMAS1 GESTION ALTERNATIVA, IICIICIL (EN LIQUIDACION)	02/04/07	NMAS 1 GESTION SGIIC
PROXIMA CENTAURI, IICIICIL	02/04/07	PROXIMA ALFA INVESTMENTS, SGIIC
OPTIMAL ARBITRAJE PLUS, IICIICIL	12/04/07	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENTS, SGIIC
OPTIMAL GLOBAL STRATEGY, IICIICIL	12/04/07	OPTIMAL ALTERNATIVE INVESTMENTS, SGIIC
UBS (ES) ALPHA SELECT HEDGE FUND, IICIICIL (EN LIQUIDACION)	12/04/07	UBS GESTION, SGIIC
AHORRO CORPORACION ALPHA MULTIESTRATEGIA, IICIICIL	26/04/07	AHORRO CORPORACION GESTION, SGIIC
MARCH GESTION ALTERNATIVA, IICIICIL	11/05/07	MARCH GESTION DE FONDOS, SGIIC
ALPHA MULTISTRATEGY, IICIICIL	25/05/07	ICR INSTITUTIONAL INVESTMENT MANAGEMENT, SGIIC
AYG SYZ LOW VOLATILITY, IICIICIL	25/05/07	ASESORES Y GESTORES FINANC. FONDOS, SGIIC
AYG SYZ MULTI STRATEGY, IICIICIL	25/05/07	ASESORES Y GESTORES FINANC. FONDOS, SGIIC
GESCOOPERATIVO ALPHA MULTIGESTION, IICIICIL	01/06/07	GESCOOPERATIVO, SGIIC
FONCAIXA PRIVADA ESTRATEGIA HEDGE, IICIICIL	25/06/07	INVERCAIXA GESTION, SGIIC
FONCAIXA GESTION ALTERNATIVA V6, IICIICIL	09/07/07	INVERCAIXA GESTION, SGIIC
BNP PARIBAS ALTERNATIVO DIVERSIFICADO, IICIICIL	13/07/07	BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
BNP PARIBAS SELECCION HEDGE, IICIICIL	13/07/07	BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
BANIF ALLFUNDS SPRINGBUCK, IICIICIL	27/07/07	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC
MANAGED ALPHA STRATEGIES, IICIICIL	27/07/07	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC
SELECT GLOBAL MANAGERS, IICIICIL	27/07/07	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SGIIC
RIVA Y GARCIA SELECCION ALTERNATIVA, IICIICIL	28/09/07	RIVA Y GARCIA GESTION, SGIIC
ALPHA PLUS, IICIICIL	01/02/08	ICR INSTITUTIONAL INVESTMENT MANAGEMENT, SGIIC,
ALTITUDE VELETA, IICIICIL (EN LIQUIDACIÓN)	08/02/08	BBVA ASSET MANAGEMENT, SGIIC
ALTEX GLG, IICIICIL	15/02/08	ALTEX PARTNERS GESTION, SGIIC, S.A.U.
CONSULNOR MULTIGESTION ALTERNATIVA, IICIICIL "EN LIQUIDACION"	15/02/08	CONSULNOR GESTION, SGIIC
JPMORGAN GLOBAL ALTERNATIVE FUND, IICIICIL	14/03/08	JPMORGAN GESTION, SGIIC
RENTA 4 MINERVA, IICIICIL	14/03/08	RENTA 4 GESTORA, SGIIC
UBS (ES) STABLE GROWTH, IICIICIL (EN LIQUIDACION)	28/03/08	UBS GESTION, SGIIC
ALTEX ARB & QUANT, IICIICIL	18/04/08	ALTEX PARTNERS GESTION, SGIIC, S.A.U.
FIBANC-MEDIOLANUM MULTIESTRATEGIA FHF, IICIICIL (EN LIQUIDACIÓN)	09/05/08	GES. FIBANC, SGIIC
SABADELL BS SELECCION HEDGE TOP, IICIICIL	20/06/08	BANSABADELL INVERSION, SGIIC
EUROVALOR MULTIGESTION, IICIICIL (EN LIQUIDACIÓN)	11/07/08	POPULAR GESTION, SGIIC
LIQUID HEDGE, IICIICIL	31/10/08	BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT, SGIIC
ACCIONES - BAJA VOLATILIDAD, IICIICIL	09/10/09	ICR INSTITUTIONAL INVESTMENT MANAGEMENT, SGIIC

Fuente: Elaboración propia a partir de datos CNMV.

Según las estadísticas publicadas por INVERCO, las IICIL gestionaban en junio de 2007, fecha que marca el inicio de la actual crisis subprime, 75 millones de EUR. El buen comportamiento registrado por los Hedge Funds internacionales durante el último semestre de 2007, con rentabilidades del 1,1% y del 2,4% respectivamente durante el tercer y cuarto trimestre del año, unido a la incertidumbre y falta de visibilidad en el panorama macroeconómico mundial, fortaleció la confianza inicial depositada por los inversores en estos productos, los cuales llegaron a acumular unas suscripciones netas superiores a los 125 millones de EUR durante este periodo de tiempo. Por su parte, las IICIL también tuvieron una buena acogida durante 6 primeros meses posteriores a su nacimiento, al acumular unas suscripciones netas de más de 180 millones de EUR.



Efectivamente, como se puede observar en los gráficos, tras un tímido arranque inicial de los FIL y FoFIL entre los meses de junio y septiembre de 2007, en el que las suscripciones netas acumuladas apenas superaban los 4 millones de EUR, los meses de octubre, noviembre y diciembre fueron testigos de importantes suscripciones por parte de los inversores, que llegaron a invertir más de 120 millones de EUR entre los 20 fondos registrados hasta ese momento en la CNMV. A finales de 2007 el patrimonio gestionado por los FIL españoles ascendía a aproximadamente 200 millones de EUR.



En lo que respecta a los fondos de fondos de inversión libre, hasta septiembre de 2007 las suscripciones netas eran de 120 millones de EUR, una cifra muy por encima de la registrada por los FIL. Tras este explosivo arranque inicial, el cuarto trimestre del año fue también testigo de importantes entradas de capital, totalizando algo más de 60 millones de EUR. A cierre de 2007 los activos bajo gestión de los FoFIL totalizaban 620 millones de EUR.

El año 2008 supuso un cambio de tendencia en el patrón de flujos dirigidos hacia la industria de gestión alternativa en nuestro país. Especialmente significativo es el caso de los FoFIL, en los que únicamente durante los meses de enero y octubre las suscripciones fueron superiores a los reembolsos. A medida que se iba acentuando la crisis financiera con su posterior traslado a la economía real, los inversores empezaron a deshacer sus posiciones en los FoFIL tras un mes de enero desolador, que se saldó con importantes cesiones en los mercados bursátiles a nivel mundial (MSCI World -7,7%). El hecho de que la mayoría de los FoFIL tengan un preaviso de reembolso de 45 días explica las fuertes salidas de capital acaecidas en los meses de abril y mayo, durante los cuales los reembolsos acumulados ascendieron hasta casi 45 millones de EUR.

Este aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores se volvió a intensificar en la recta final del año, tras el cúmulo de acontecimientos acaecidos durante el mes de septiembre. Las intensas cesiones sufridas por la renta variable mundial en septiembre y octubre, con cesiones del -12,1% y del -19,0% del MSCI World, tuvo su traslación a los fondos de gestión alternativa. Sólo en los meses de

noviembre y diciembre de 2008 los reembolsos netos de los Fo FIL ascendieron a casi 30 millones de EUR.

En lo que respecta a los FIL, sólo durante los meses de marzo, septiembre y noviembre los reembolsos en esta categoría de fondos fueron superiores en cuantía a las suscripciones. Los mayores reembolsos ocurrieron de nuevo en los meses posteriores a los momentos de máximo stress en los mercados. Así, durante el mes de marzo los reembolsos netos fueron superiores a 7 millones de EUR, mientras que en el mes de noviembre éstos ascendieron a casi 18 millones de EUR, cerrando el año con unos salidas de 5 millones de EUR, una cifra que aunque negativa resultó ser muy inferior a la registrada por los FoFIL.

Las señales de mejoría, la salida de la recesión de las principales áreas económicas mundiales en 2009 y el regreso del apetito por el riesgo han traído consigo un renovado interés de los inversores españoles por los fondos de inversión libre, no así por los FoFIL, en los cuales los reembolsos y las liquidaciones han sido la tónica general durante 2009. En concreto, el número de fondos de inversión libre ha pasado de 24 a comienzos de año a 28 y los activos bajo gestión han aumentado un 4%, desde los 459 hasta los 479 millones de EUR.

Este mejor clima reinante sobre los fondos de inversión libre ha propiciado que durante 2009 se registran hasta cinco nuevos fondos (Brightgate Absolute Return de la gestora Epsilon, Alphaville de Omega, Spanish RMBS de Renta 4, Senior Loans de Altamar y Mutuafondo Argali de Mutuactivos), y que en el comienzo de 2010 se hayan registrado dos más, Altex Activist de la gestora Altex (aunque a finales de febrero de 2010 se comunicó que se postpone el proceso de desembolso de los capitales comprometidos) y Capitrade Systematic Global Futures, un CTA de la gestora Nordkapp que asesora Capital Markets, proporcionándoles un software informático que automatiza la operativa de compra – venta de contratos de futuros sobre ocho sectores, y que busca un objetivo de rentabilidad de euribor a un año con un diferencial del 14% - 18% y con una volatilidad media anual de entre el 13% y el 17%.

Por el contrario, la oferta de fondos de fondos de inversión libre se ha reducido desde los 40 fondos existentes a principios de año hasta los 36 que había registrados en CNMV a cierre de diciembre, mientras que los activos bajo gestión se han contraído un 53% desde los 917 millones de EUR hasta los 427 millones actuales.

Analizando el patrón de entradas y salidas de los FIL y los FoFIL registrados en España desde mediados de 2007, se observa una menor dispersión en los primeros sobre los últimos, lo cual se explica por el tipo de clientes presentes en cada uno de estos productos de inversión: inversores cualificados en los FIL, con un mayor conocimiento tanto de la industria de gestión alternativa en general como de la estrategias y riesgos potenciales a los que están expuestos, los cuales están dispuestos a asumir más riesgo a cambio de obtener una rentabilidad que dependa más de la habilidad del gestor que de la evolución de los mercados

tradicionales, e inversores minoristas en los FoFIL, más sensibles a las noticias más recientes y a la evolución de los mercados, los cuales suelen deshacer rápidamente sus posiciones en cuanto el entorno de mercado se deteriora y las primeras pérdidas empiezan a aflorar.

<b>EVOLUCIÓN DE LAS SUSCRIPCIONES, REEMBOLSOS Y PATRIMONIO GESTIONADO POR LAS IICIL (EN MILES DE EUR)</b>				
<b>FECHA</b>	<b>SUSCRIPCIONES</b>	<b>REEMBOLSOS</b>	<b>SUSCRIPCIONES NETAS</b>	<b>PATRIMONIO</b>
jun-07	1.987	0	1.987	75.750
jul-07	450	0	450	76.573
ago-07	207	0	207	76.696
sep-07	1.901	0	1.901	77.653
oct-07	30.699	0	30.699	109.609
nov-07	74.822	229	74.593	201.958
dic-07	17.454	1.019	16.435	198.695
ene-08	8.314	3.144	5.170	235.953
feb-08	4.207	2.371	1.836	425.054
mar-08	13.223	20.341	-7.118	415.506
abr-08	3.914	1.814	2.100	466.209
may-08	2.552	2.018	534	470.686
jun-08	2.533	1.042	1.491	485.348
jul-08	6.375	4.921	1.454	481.152
ago-08	2.669	416	2.253	487.203
sep-08	1.746	3.660	-1.914	489.645
oct-08	3.171	1.911	1.260	456.777
nov-08	335	18.131	-17.796	437.232
dic-08	7.461	1.620	5.841	459.733
ene-09	1.082	2.378	-1.296	407.754
feb-09	1.171	307	864	388.376
mar-09	1.724	6.108	-4.384	372.203
abr-09	3.347	758	2.589	367.604
may-09	5.980	569	5.411	381.604
jun-09	2.696	850	1.846	388.469
jul-09	13.023	801	12.222	405.711
ago-09	6.734	858	5.876	415.183
sep-09	4.871	342	4.529	441.972
oct-09	11.378	134	11.244	456.104
nov-09	10.825	512	10.313	463.387
dic-09	15.308	5.134	10.174	479.482
<b>TOTAL</b>	<b>262.159</b>	<b>81.388</b>	<b>180.771</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

En las tablas se muestra la evolución de las suscripciones, reembolsos, suscripciones netas y patrimonio gestionado por las IICIL y las IICIICIL. Como se puede observar,

el patrimonio máximo gestionado por los FIL desde su nacimiento se alcanzó durante el mes de septiembre de 2008, con unos activos que ascendían a 490 millones de EUR, apenas un 2% por encima del patrimonio bajo gestión actual (diciembre de 2009). Por su parte, los FoFIL tuvieron su periodo de máximo esplendor en cuanto a volumen gestionado en el mes de octubre de 2008, totalizando casi 1.050 millones de EUR. Desde entonces, los reembolsos y las liquidaciones de fondos han provocado que los activos hayan caído hasta los 427 millones actuales, lo cual supone un descenso del 59%.

EVOLUCIÓN DE LAS SUSCRIPCIONES, REEMBOLSOS Y PATRIMONIO GESTIONADO POR LAS IICIICL (EN MILES DE EUR)				
FECHA	SUSCRIPCIONES	REEMBOLSOS	SUSCRIPCIONES NETAS	PATRIMONIO
jun-07	47.826	1.271	46.555	163.777
jul-07	44.082	2.013	42.069	385.768
ago-07	35.840	476	35.364	404.421
sep-07	20.386	24.783	-4.397	423.117
oct-07	315	2.926	-2.611	428.001
nov-07	62.076	2.549	59.527	640.922
dic-07	6.504	109	6.395	619.288
ene-08	22.849	3.437	19.412	596.054
feb-08	5.506	14.420	-8.914	769.273
mar-08	4.633	7.002	-2.369	780.102
abr-08	20.521	41.660	-21.139	816.994
may-08	14.562	37.114	-22.552	824.661
jun-08	24.680	25.276	-596	844.100
jul-08	4.751	11.873	-7.122	867.581
ago-08	1.653	4.888	-3.235	857.118
sep-08	1.427	3.092	-1.665	877.159
oct-08	33.895	11.556	22.339	1.046.339
nov-08	346	19.736	-19.390	973.985
dic-08	0	8.533	-8.533	917.637
ene-09	0	14.596	-14.596	878.786
feb-09	30.486	30.017	469	753.230
mar-09	12	5.821	-5.809	720.206
abr-09	2.131	26.358	-24.227	677.495
may-09	5	31.277	-31.272	553.535
jun-09	105	20.824	-20.719	523.907
jul-09	10	20.804	-20.794	549.860
ago-09	30	32.917	-32.887	482.344
sep-09	6	2.800	-2.794	485.763
oct-09	0	2.115	-2.115	478.349
nov-09	0	16.139	-16.139	446.071
dic-09	0	12.322	-12.322	427.732
<b>TOTAL</b>	<b>384.637</b>	<b>438.704</b>	<b>-54.067</b>	

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de INVERCO.

En definitiva, a cierre de 2009 el volumen gestionado conjuntamente por los FiL y los FoFIL en España asciende a poco más de 900 millones de EUR, lo cual representa una caída del 40% respecto a los más de 1.500 millones que se llegaron a gestionar en octubre de 2008, y que representó el máximo patrimonio gestionado por la industria de gestión alternativa en nuestro país.

Después de que Optimal, la división especializada en gestión alternativa del Banco Santander, decidiera frenar la comercialización de varios de sus principales fondos debido a su exposición a Madoff y al incremento de solicitudes de reembolso por las adversas condiciones de mercado, BBVA fue el siguiente en anunciar su retirada ordenada del negocio de Hedge Funds que gestionaba a través de Próxima Alfa (propiedad 100% del banco) y Altitude (*joint venture* que tenía con Schroders en Londres) para centrarse exclusivamente en productos tradicionales.

Pero estas no son las únicas noticias negativas referentes al sector. Nombres como Bankinter Montblanc, Consultor Multigestión Alternativa, Nmas1 Gestión Alternativa, Nmas1 Real Estate, Altitude Veleta, Fibanc – Mediolanum Multiestrategia, Eurovalor Multigestión, Barclays Alpha Selection, Cygnus Renaissance y los dos Fondos de Fondos Hedge que tenía UBS en España, el UBS Alpha Select y el Stable Growth, ya han anunciado, su cierre debido a su escaso patrimonio gestionado, a los problemas de liquidez de algunos fondos subyacentes en los que invertían y al incremento de reembolsos solicitados desde septiembre de 2008 por culpa de la crisis y de la desconfianza generalizada de los inversores hacia estos productos, acentuada más si cabe a raíz del escándalo desatado por Bernard Madoff.

---

## Conclusiones

*El problema con el que se han encontrado los Hedge funds en España, y que explica su escaso crecimiento hasta la fecha, se debe al hecho de 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 captación de liquidez por parte de las entidades financieras a lo largo de 2008 hizo que éstas se volcasen en ofrecer depósitos a sus clientes con rentabilidades muy atractivas, difícilmente superables por los fondos de gestión alternativa. Si a esto le sumamos que muy pocos fondos fueron capaces de aprovechar las dislocaciones de los mercados, de descorrelacionarse de la renta variable y de preservar el capital de sus inversores, se explica el escaso desarrollo de esta industria en nuestro país. Fraudes como el de Madoff tampoco ayudaron.*

*No obstante, 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.*



## ANÁLISIS DEL RIESGO DE LOS HEDGE FUNDS

### Introducción

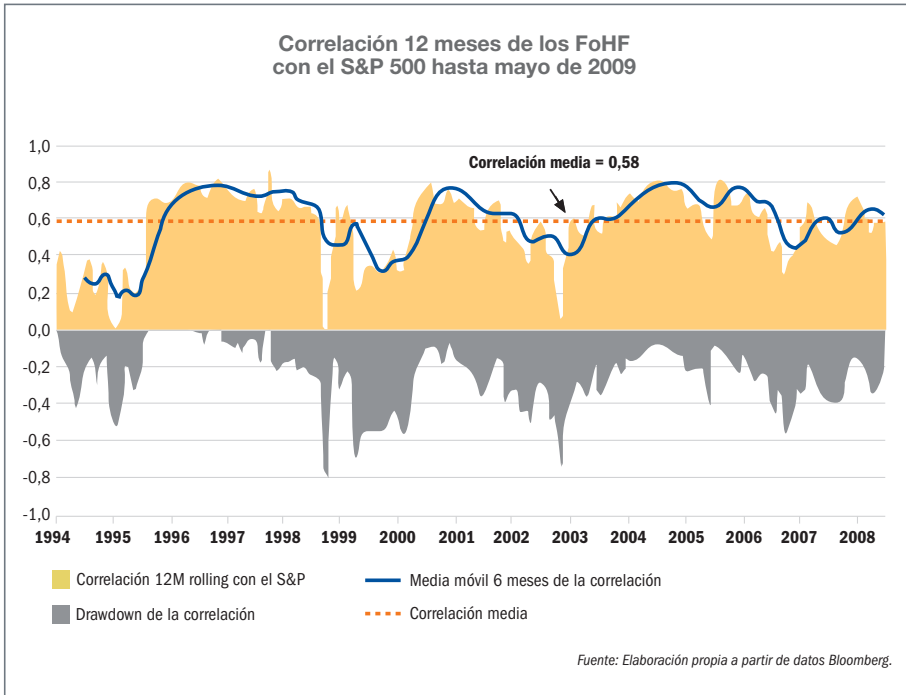
Desde el año 2003 se viene observando un cambio de tendencia tanto en el riesgo de mercado como en el de liquidez de los Hedge Funds. Desde entonces hemos sido testigos de un aumento significativo del riesgo de mercado y del riesgo de correlación tanto con los mercados tradicionales de renta variable como entre las distintas estrategias de Hedge Funds, a lo que hay que sumar el riesgo de liquidez, cuyo máximo exponente fue el momento de la quiebra de Lehman Brothers. En este capítulo analizamos la evolución y tendencias de estos riesgos a lo largo del tiempo, lo cual puede servir de ayuda a la hora de interpretar el panorama actual de la industria de Hedge Funds.

### Análisis del riesgo de los Hedge Funds. Evolución y tendencias en los últimos años

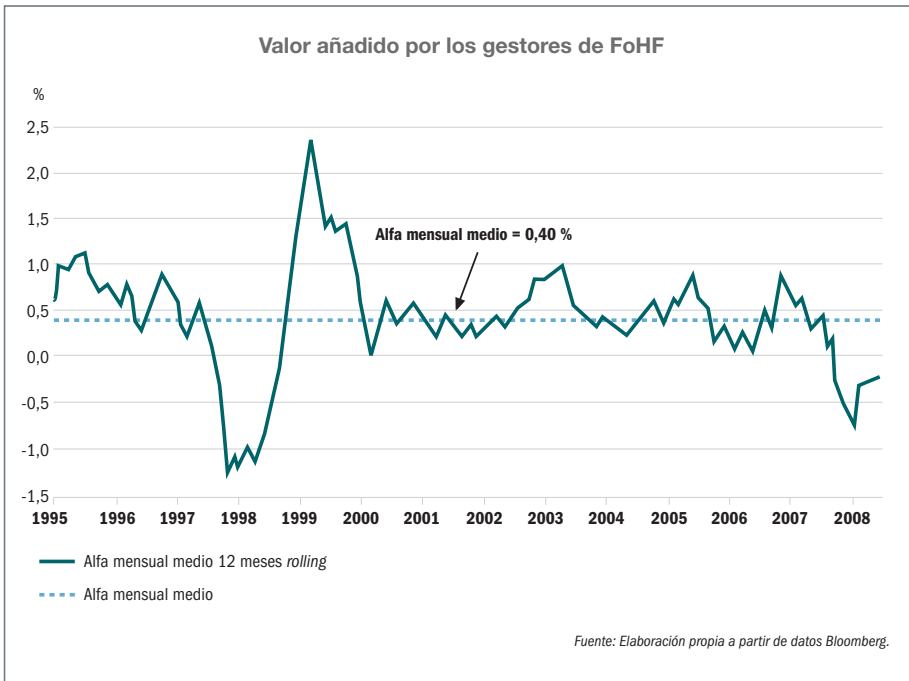
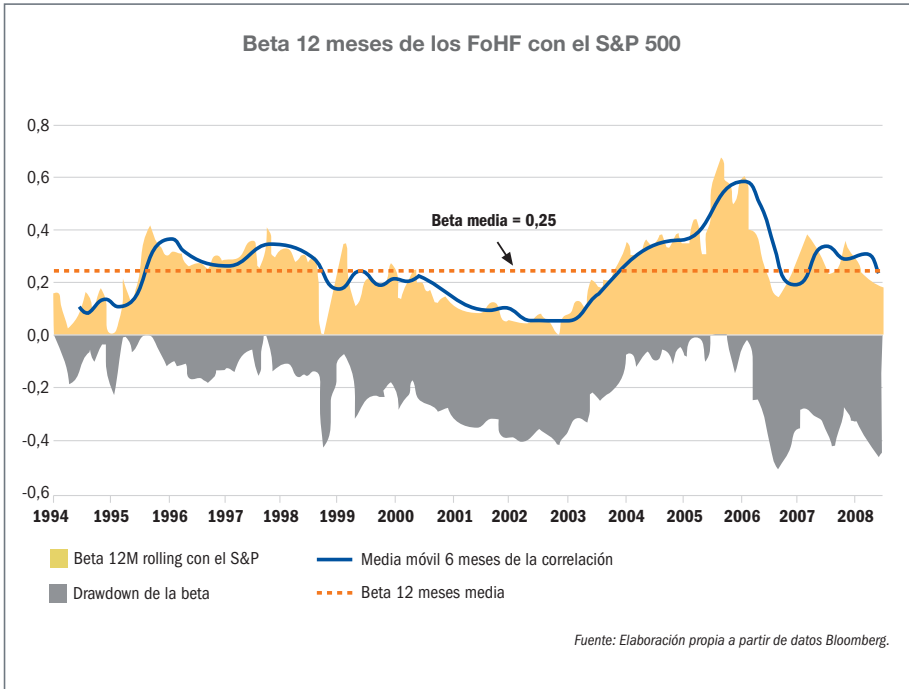
Los Hedge Funds, en líneas generales, han mostrado tendencias de correlación con la renta variable durante los mercados alcistas y una cierta descorrelación de los mercados bursátiles durante las recesiones económicas. En el primer gráfico siguiente se representa la correlación 12 meses móvil del índice de Fondos de Fondos Hedge (FoHF) de HFR con el S&P 500, así como el drawdown (caída de la correlación desde un máximo a un punto mínimo). Como se puede observar, durante periodos de stress en los mercados financieros, la correlación de los Hedge Funds con el S&P 500 sufre intensas cesiones, poniendo de manifiesto la habilidad que tienen los gestores de descorrelacionarse de los mercados de renta variable. No obstante, desde finales de 2003 hemos asistido a un aumento significativo de la correlación con los activos tradicionales desde niveles de 0,1 hasta el actual 0,6.

El segundo gráfico siguiente muestra la evolución temporal del riesgo de mercado de los FoHF medido a través de la beta 12 meses móvil del índice de FoHF de HFR con el S&P 500. A la vista de los resultados se observa que el riesgo sistemático muestra una tendencia claramente decreciente desde finales de 1996 hasta finales del 2003, cuando la beta llegó a situarse en niveles cercanos a 0. Desde ese momento, y coincidiendo con una fase del ciclo alcista de la renta variable, los

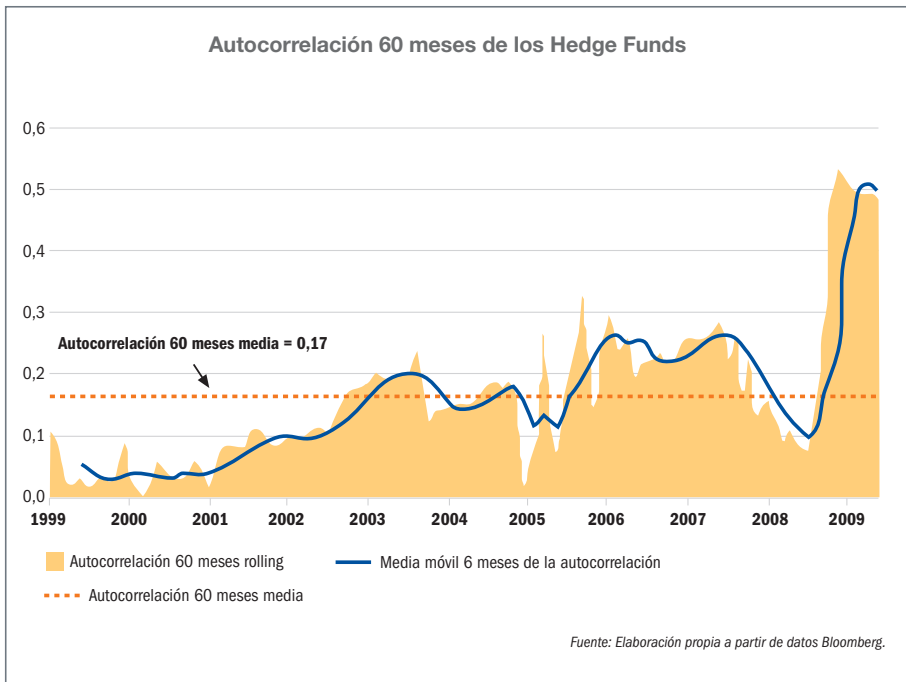
gestores fueron aumentando su exposición al riesgo de mercado hasta situarse en niveles cercanos a 0,7 a finales de 2006, una cifra que, por otra parte, se encuentra muy por encima de su media histórica (0,25). Este hecho ha provocado que con el paso del tiempo la rentabilidad de los Hedge Funds se haya ido explicando cada vez en mayor medida por la exposición a factores de riesgo de mercado en vez de por la habilidad del equipo gestor.



En lo que respecta al valor añadido por los gestores (alfa), como se puede observar en el gráfico, los FoHF registraron un periodo de alfa negativo a finales de 1998, coincidiendo con la crisis de la deuda rusa y la quiebra del LTCM. Tras esta crisis, el alfa medio mensual medido en periodos de 12 meses alcanzó un máximo en el momento del estallido de la burbuja tecnológica en marzo de 2000, para posteriormente seguir una tendencia a la baja, consecuencia directa de la mayor oferta de Hedge Funds para explotar las ineficiencias de los mercados. Incluso, en la crisis financiera subprime, el alfa conseguido ha sido negativo.

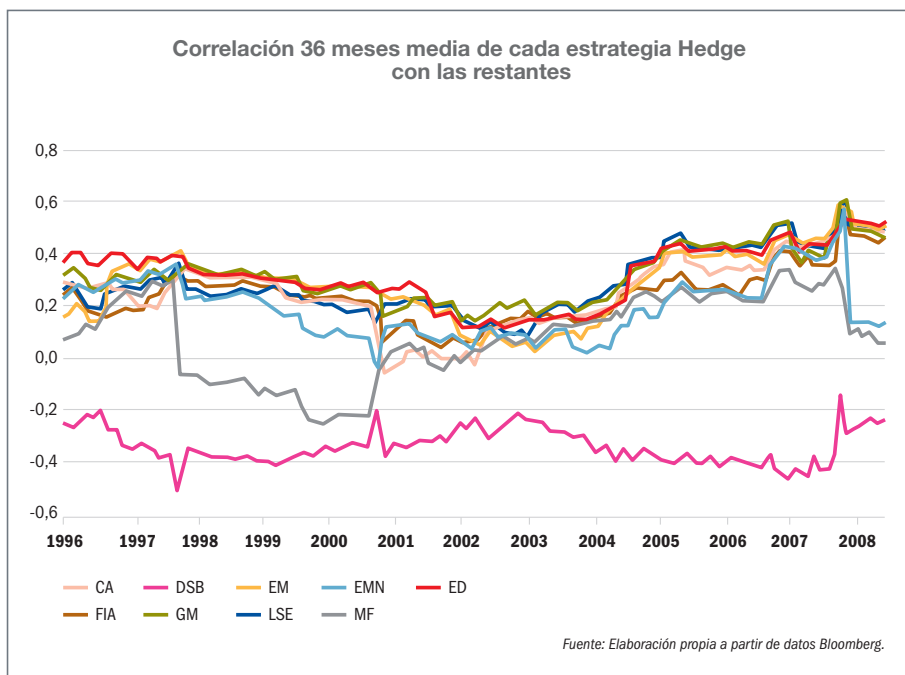


Otro de los riesgos de los Hedge Funds, además de el de mercado, es el de liquidez. Una forma de medirlo consiste en determinar el coeficiente de autocorrelación de primer orden de sus rentabilidades mensuales. Para ello, consideramos como índice representativo de estos vehículos de inversión el de CSFB / Tremont, y usamos ventanas móviles de 60 meses para evaluar el cambio que se produce en el de liquidez de los Hedge Funds a lo largo del tiempo. De los resultados obtenidos se desprende que la liquidez de los Hedge Funds ha disminuido, esto es, ha aumentado la autocorrelación, exceptuando el año 2004 y el periodo comprendido entre el inicio de la crisis subprime y mediados de 2008. Desde la quiebra de Lehman Brothers la autocorrelación aumentó drásticamente por encima de su media histórica que se sitúa en un 0,17 sugiriendo un aumento de la concentración de activos ilíquidos en las carteras de los Hedge Funds hasta niveles máximos.

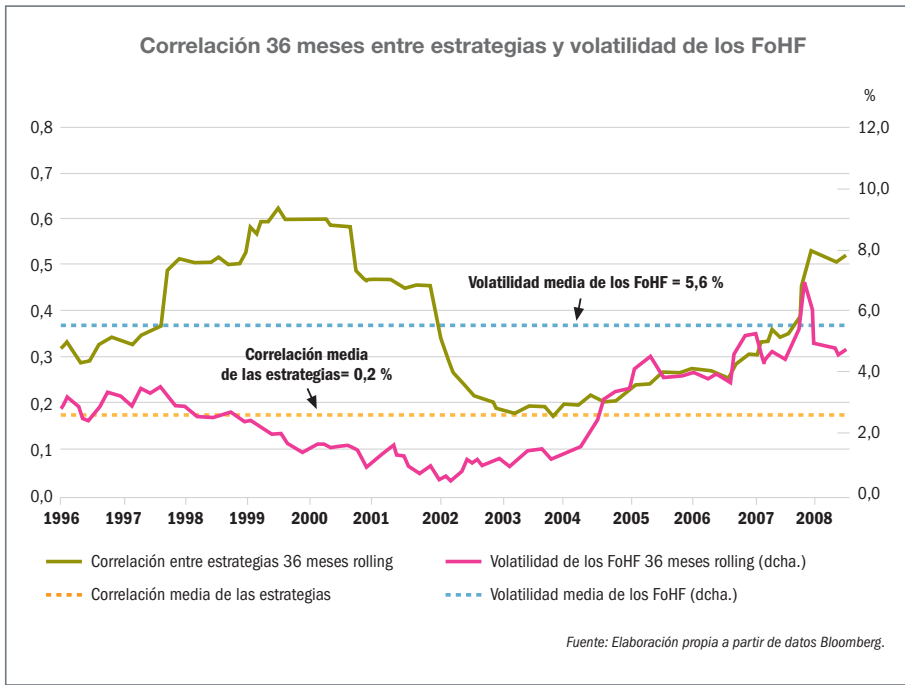


La correlación media de cada estrategia con el resto de estrategias agregadas, cuantificada en ventanas móviles de 36 meses a partir de los índices de CSFB, ha seguido una tendencia a la baja desde finales de 1996 hasta el año 2003, momento en el cual se ha observado un aumento del riesgo de mercado de los Hedge Funds y un aumento de la correlación con los activos tradicionales. Ese aumento de la beta y de la correlación ha ido acompañado de una caída del alfa aportado por los

gestores, de una mayor liquidez de las inversiones y de un aumento significativo de la correlación de cada estrategia con el resto hasta alcanzar niveles máximos en septiembre de 2008. Esta evidencia sugiere que los Hedge Funds están invirtiendo en activos similares o bien implementando prácticas de trading homogéneas. Ahora bien, desde la quiebra de Lehman Brothers estamos asistiendo a una ligera relajación de dichas correlaciones, más acentuada si cabe en el caso de las estrategias Equity Market Neutral y Managed Futures.



En el gráfico se muestra la evolución de la correlación media existente entre las distintas estrategias de Hedge Funds y el riesgo de los FoHF que medimos con la volatilidad mensual anualizada. Los resultados arrojan las mismas conclusiones a las que llegamos en el análisis individualizado de cada una de las estrategias, esto es, se está observando un aumento de la correlación entre los Hedge Funds desde el año 2003, lo cual se está viendo acompañado de un aumento de su sensibilidad a los movimientos del mercado. Esta mayor correlación entre los fondos subyacentes de los FoHF ha disminuido su poder diversificador en situaciones de stress de los mercados, como lo demuestra el mal comportamiento de estos productos en 2008 y el aumento significativo de su volatilidad desde niveles del 3% hasta el 8% que registraban en mayo de 2009.



En las tablas siguientes se muestra la correlación existente entre las distintas estrategias de Hedge Funds así como sus variaciones en dos marcos temporales bien diferenciados: por un lado lo que llamamos P1 se corresponde al periodo comprendido entre enero de 1994 y mayo de 2006, mientras que P2 se corresponde con el periodo comprendido entre mayo de 2006 y diciembre de 2009. Los resultados confirman una vez más las conclusiones que hemos extraído en los análisis anteriores: las correlaciones han aumentado de manera significativa en los tres últimos años respecto a los niveles que se veían observando históricamente. Este hecho pone de manifiesto que los Hedge Funds han invertido cada vez en mayor medida en activos ilíquidos, para los cuales no hay un mercado de negociación y por tanto referencias de valoración adecuadas. El bloque de estrategias más ilíquidas lo forman Convertible Arbitrage, Event Driven y Fixed Income Arbitrage, las cuales muestran unas correlaciones entre sí por encima del 0,8 en los últimos tres años.

CORRELACIÓN ENTRE ESTRATEGIAS																					
	CA		DSB		EM		EMN		ED		FIA		GM		LSE		MF				
	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2	P1	P2			
CA	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	-0,2	-0,3	0,3	0,9	0,3	0,2	0,6	0,8	0,5	0,9	0,3	0,7	0,3	0,8	-0,1	-0,1			
DSB	-0,2	-0,3	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	-0,6	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,7	-0,5	0,1	0,1			
EM	0,3	0,9	-0,6	-0,4	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	0,2	0,2	0,7	0,9	0,3	0,8	0,4	0,7	0,6	0,9	-0,1	0,0			
EMN	0,3	0,2	-0,3	-0,1	0,2	0,2	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	0,4	0,4	0,1	0,4	0,2	0,0	0,3	0,2	0,1	-0,1			
ED	0,6	0,8	-0,6	-0,3	0,7	0,9	0,4	0,4	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	0,4	0,8	0,4	0,6	0,7	0,9	-0,1	0,1			
FIA	0,5	0,9	-0,1	-0,4	0,3	0,8	0,1	0,4	0,4	0,8	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	0,5	0,6	0,2	0,8	-0,1	-0,1			
GM	0,3	0,7	-0,1	0,0	0,4	0,7	0,2	0,0	0,4	0,6	0,5	0,6	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	0,4	0,6	0,2	0,4			
LSE	0,3	0,8	-0,7	-0,5	0,6	0,9	0,3	0,2	0,7	0,9	0,2	0,8	0,4	0,6	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	0,0	0,2			
MF	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,0	0,2	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>			

P1: Período comprendido entre ene-94 y may-06.

P2: Período comprendido entre may-06 y may-09.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

VARIACIÓN DE LA CORRELACIÓN ENTRE ESTRATEGIAS										
	CA	DSB	EM	EMN	ED	FIA	GM	LSE	MF	
CA	0,0	0,0	0,5	-0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,1	
DSB	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	-0,3	0,2	0,3	0,0	
EM	0,5	0,2	0,0	0,0	0,2	0,6	0,3	0,3	0,1	
EMN	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-0,2	
ED	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2	
FIA	0,4	-0,3	0,6	0,2	0,4	0,0	0,2	0,6	-0,1	
GM	0,4	0,2	0,3	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	
LSE	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	
MF	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,0	

P1: Período comprendido entre ene-94 y may-06.

P2: Período comprendido entre may-06 y may-09.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg.

Como se puede observar en la tabla, las correlaciones actuales medidas en los últimos 36 meses de las distintas estrategias de Hedge Funds se encuentran en máximos históricos (o bien muy cerca de estos niveles). Destaca la elevada correlación que están mostrando los Fondos de Fondos Hedge con las estrategias Long/Short Equity e Event Driven (de 1 en ambos casos), lo cual sugiere un elevado grado de concentración de las carteras de los FoHF en estos dos estilos.

**CORRELACIONES MÍNIMAS, MÁXIMAS Y ACTUALES ENTRE LAS DISTINTAS ESTRATEGIAS HASTA MAYO DE 2009****CORRELACIONES DE CA CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS**

	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
DSB	-0,6	0,1	-0,3
EM	-0,2	0,9	0,9
EMN	-0,1	0,8	0,2
ED	0,2	0,9	0,8
FIA	-0,1	0,9	0,9
GM	-0,3	0,8	0,7
LSE	-0,1	0,8	0,8
MF	-0,6	0,4	-0,1
FoHF	0,0	0,9	0,9

**CORRELACIONES DE DSB CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS**

	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,6	0,1	-0,3
EM	-0,8	-0,2	-0,4
EMN	-0,7	0,0	-0,1
ED	-0,8	-0,3	-0,3
FIA	-0,5	0,1	-0,4
GM	-0,4	0,2	0,0
LSE	-0,9	-0,4	-0,5
MF	-0,7	0,4	0,1
FoHF	-0,8	-0,3	-0,4

**CORRELACIONES DE EM CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS**

	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,2	0,9	0,9
DSB	-0,8	-0,2	-0,4
EMN	-0,1	0,8	0,2
ED	0,4	0,9	0,9
FIA	-0,1	0,8	0,8
GM	0,1	0,8	0,7
LSE	0,3	0,9	0,9
MF	-0,4	0,5	0,0
FoHF	0,6	0,9	0,9

**CORRELACIONES DE EMN CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS**

	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,1	0,8	0,2
DSB	-0,7	0,0	-0,1
EM	-0,1	0,8	0,2
ED	-0,2	0,8	0,4
FIA	-0,3	0,8	0,4
GM	-0,2	0,8	0,0
LSE	0,0	0,8	0,2
MF	-0,3	0,5	-0,1
FoHF	0,0	0,8	0,3

**CORRELACIONES DE ED CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS**

	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	0,2	0,9	0,8
DSB	-0,8	-0,3	-0,3
EM	0,4	0,9	0,9
EMN	-0,2	0,8	0,4
FIA	0,1	0,8	0,8
GM	0,0	0,7	0,6
LSE	0,5	0,9	0,9
MF	-0,6	0,6	0,1
FoHF	0,7	1,0	1,0

**CORRELACIONES DE FIA CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS**

	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,1	0,9	0,9
DSB	-0,5	0,1	-0,4
EM	-0,1	0,8	0,8
EMN	-0,3	0,8	0,4
ED	0,1	0,8	0,8
GM	0,0	0,7	0,6
LSE	0,0	0,8	0,8
MF	-0,4	0,4	-0,1
FoHF	0,1	0,8	0,8

CORRELACIONES DE GM CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,3	0,8	0,7
DSB	-0,4	0,2	0,0
EM	0,1	0,8	0,7
EMN	-0,2	0,8	0,0
ED	0,0	0,7	0,6
FIA	0,0	0,7	0,6
LSE	0,0	0,8	0,6
MF	-0,1	0,7	0,4
FoHF	0,2	0,8	0,7

CORRELACIONES DE LSE CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,1	0,8	0,8
DSB	-0,9	-0,4	-0,5
EM	0,3	0,9	0,9
EMN	0,0	0,8	0,2
ED	0,5	0,9	0,9
FIA	0,0	0,8	0,8
GM	0,0	0,8	0,6
MF	-0,2	0,7	0,2
FoHF	0,7	1,0	1,0

CORRELACIONES DE MF CON EL RESTO DE ESTRATEGIAS			
	CORR. MÍNIMA	CORR. MÁXIMA	CORR. ACTUAL
CA	-0,6	0,4	-0,1
DSB	-0,7	0,4	0,1
EM	-0,4	0,5	0,0
EMN	-0,3	0,5	-0,1
ED	-0,6	0,6	0,1
FIA	-0,4	0,4	-0,1
GM	-0,1	0,7	0,4
LSE	-0,2	0,7	0,2
FoHF	-0,4	0,7	0,2

Fuente: Elaboración propia a partir de datos Bloomberg

## Procesos de selección de Hedge Funds. Due diligence

Una de las lecciones más importantes que nos deja la crisis 2007-2009 radica en la necesidad de reforzar aún más los procesos de due diligence, los cuales se han convertido en un paso clave previo a la decisión de inversión en Hedge Funds. Estos procesos tienen por objetivo identificar potenciales riesgos operacionales y de sostenibilidad del negocio de las sociedades gestoras (para evitar casos como el de Madoff).

Algunos de los aspectos que los inversores valoran más positivamente en los procesos de auditoría de los Hedge Funds son, entre otros, la transparencia, el control del riesgo, la excelencia a nivel operacional, el hecho de que se lleve a cabo un proceso inversor disciplinado y que exista una adecuada alineación de intereses entre los gestores y sus clientes. Revisar las credenciales de los gestores, que no tengan antecedentes penales, juicios pendientes o anteriores quiebras pueden ser elementos decisivos en el diagnóstico. Todo este análisis se complementa a su vez con entrevistas y visitas in situ a los Hedge Funds.

En este sentido, algunas asociaciones de Hedge Funds como AIMA (Alternative Investment Association) han preparado cuestionarios modelo de due diligence para inversores en Hedge Funds y para los Fondos de Fondos Hedge. En líneas generales, los puntos a analizar en un proceso de due diligence pueden ser:

- ◆ Estrategia del fondo, proceso de inversión y riesgo de la posición.
- ◆ Equipo humano: se revisan los medios disponibles, la organización y las personas claves, así como la experiencia y las capacidades tanto en la inversión como en la gestión del negocio. Se analiza también la vinculación del equipo de gestión en otros fondos, los cambios que ha habido en él y su posible participación en otras empresas que hayan quebrado anteriormente.
- ◆ Condiciones legales: folleto, comisiones, gastos, condiciones de suscripción, de reembolsos, etc.
- ◆ Incentivos: estructura del negocio, participación de los gestores en el capital de la gestora y como inversores del fondo.
- ◆ Análisis cuantitativo: rentabilidad, riesgo, correlación con otros activos, comparativa frente a su peer group, track record real, auditado o simulado.
- ◆ Operaciones: revisión de sistemas, riesgo operacional, administrador independiente, valoración y cálculo del NAV.
- ◆ Relaciones con prime brokers, auditores y otros proveedores de servicios.

---

## Conclusiones

*Del estudio llevado a cabo del riesgo de los Hedge Funds y de su evolución y tendencias en los últimos años se desprende que desde el año 2003 hemos asistido a un cambio de tendencia en el sector que se puede resumir en los siguientes cinco puntos:*

- ◆ *Un aumento del riesgo de mercado o beta de los Hedge Funds con la renta variable por encima de su media histórica que se sitúa en 0,25.*
- ◆ *Un aumento de la correlación con la renta variable desde niveles de 0,1 hasta 0,6, lo cual confiere a estos productos un menor poder diversificador en el contexto de una cartera diversificada compuesta por diferentes activos.*
- ◆ *El alfa o valor añadido por los gestores ajustado por la beta con la renta variable alcanzó un máximo durante el estallido de la burbuja tecnológica, para posteriormente seguir una tendencia a la baja. El alfa mensual medio a 12 meses se situó en -0,23%, un nivel muy por debajo del 0,40% que representa su media histórica.*

- ◆ *La autocorrelación serial de primer orden de los rendimientos mensuales de los Hedge Funds sigue una tendencia al alza. Tras la quiebra de Lehman Brothers se ha disparado drásticamente hasta niveles muy por encima del 0,50, cuando su media histórica se ha situado en el 0,17. Este hecho denota una mayor presencia de activos ilíquidos en las carteras de los Hedge Funds.*
- ◆ *Por último, las estrategias Hedge están cada vez más conectadas o correlacionadas entre sí, sugiriendo este hecho prácticas de trading o bien inversiones en activos similares (ilíquidos).*

*Es presumible que tras la intensa corrección de los mercados financieros y de los valores liquidativos de los Hedge Funds, la desaparición de un buen número de ellos y la percepción de los puntos expuestos anteriormente, en el futuro se modifiquen algunas de las estrategias, políticas y sistemas de gestión para volver a conseguir de la inversión alternativa una vía de descorrelación con los mercados financieros más tradicionales.*

---



## PERSPECTIVAS PARA LOS HEDGE FUNDS

### Introducción

Tras más de dos años de crisis, las señales de mejoría que se perciben en los mercados financieros empiezan a filtrarse poco a poco al universo de las inversiones alternativas, y más concretamente al de los Hedge Funds. A pesar de que durante el año 2009 la industria Hedge perdió 74.000 millones de USD de patrimonio como resultado de los reembolsos solicitados por los inversores, durante el segundo semestre del año se produjo un cambio de tendencia al registrar suscripciones netas positivas, lo cual da muestras de que la industria de Hedge Funds está avanzando en su proceso de recuperación y que, a su vez, está bien posicionada de cara al futuro más cercano. Aspectos como la mayor transparencia y liquidez de las inversiones, el control de riesgos y un régimen regulatorio más estricto, son aspectos que se vislumbran como claves en el futuro inmediato de los Hedge Funds.

### ¿Qué se puede esperar para los Hedge Funds?

Han sido necesarios más de dos años desde el inicio de la crisis subprime para que la comunidad de analistas económicos coincidan en un hecho, y es que la actual crisis, la mayor recesión económica vivida desde la Gran Depresión de 1929, probablemente haya quedado atrás, no sólo en Estados Unidos, el epicentro de la crisis, sino también en el resto del mundo. Tras una drástica contracción de la economía, la perspectivas para una vuelta a la senda del crecimiento parecen poco a poco afianzarse, aunque eso sí, la recuperación económica será lenta al principio, y las previsiones de crecimiento en 2010, todavía moderadas, en la mayoría de la economías.

Estas señales de mejoría económica que empezamos a percibir se han filtrado también a uno de los sectores más castigados durante el año 2008, el de los Hedge Funds. Tras un final de 2008 especialmente difícil, con la quiebra de Lehman Brothers, la iliquidez de los mercados financieros y el fraude perpetrado por Madoff como hechos más destacados, 2009 ha marcado un punto de inflexión en este segmento de las inversiones alternativas, al conseguir anotarse durante este periodo una rentabilidad del 18,6%, la mayor de la última década.

El regreso del apetito por el riesgo, la reactivación de los mercados de crédito, el aumento de la liquidez y la recuperación de las bolsas han sido los catalizadores de esta mejoría, la cual se extiende a la práctica totalidad de las estrategias implementadas por los Hedge Funds, con la excepción de Short Bias y Managed Futures, precisamente los dos únicos estilos que fueron capaces de salir airosos durante 2008, al conseguir rentabilidades del 14,9% y del 18,3% respectivamente.

La liquidez de los Hedge Funds, su talón de Aquiles en 2008 y principios de 2009, ha mejorado de manera notable, hasta el punto de que muchos de ellos han conseguido superar los problemas que les llevaron a imponer restricciones a los reembolsos solicitados por los inversores, liquidando sus posiciones de manera ordenada y levantando las suspensiones antes de lo previsto.

A pesar de esta estabilización a nivel global en la industria Hedge, el apetito de los inversores españoles por este tipo de productos parece más bien escaso. Prueba de ello son los tres productos de inversión libre retirados del mercado durante el mes de agosto de 2009.

Más allá del innegable talento de los gestores españoles (se ha demostrado claramente que también existe en nuestro país) el “culpable” del escaso desarrollo de esta industria en España se debe a su nacimiento a destiempo. En este sentido, el primer fondo de inversión libre, el BBVA Codespa Microfinanzas, se registró en noviembre de 2006, apenas 8 meses antes del estallido de la actual crisis. Pero para que la industria Hedge echara a rodar hubo de esperar al desarrollo reglamentario de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 2003, que llegó dos años después, además de a la Circular de la CNMV poniendo las reglas del juego, y que no se aprobó hasta mayo de 2006. Sin lugar a dudas, España se perdió uno de los periodos de mayor esplendor de la industria de Hedge Funds, con tasas medias de crecimiento de los activos bajo gestión del 24% desde finales de 2002 hasta finales de 2006. Sólo en este periodo, el patrimonio de los Hedge Funds en el mundo pasó de 626 mil millones de USD a 1,5 billones, según datos de Hedge Fund Research (esto es, un incremento del 134%).

Episodios como los de Amaranth, el Hedge Fund que quebró a finales de 2006 por sus apuestas fallidas en el trading sobre el gas natural y el de los dos fondos de Bear Stearns acontecido a mediados de 2007 a raíz de sus inversiones en hipotecas subprime, desencadenaron el inicio de una espiral bajista para la industria de la gestión alternativa, justo en el momento en que los primeros Hedge Funds españoles empezaban a dar a luz.

Aspectos como la transparencia, la liquidez, el control de riesgos y un régimen regulatorio más estricto, son aspectos que se vislumbran como claves en el futuro inmediato de los Hedge Funds.

## **Las cuentas gestionadas y los Hedge Funds UCITS III como ejemplos de adaptación de los Hedge Funds a las demandas de los inversores**

Uno de los conceptos que está despertando cada vez más interés entre los inversores, y que da respuesta a sus peticiones de mayor control del riesgo, transparencia y liquidez de los Hedge Funds, es el de las cuentas gestionadas o Managed Accounts. A pesar de que no es algo nuevo en la industria de gestión alternativa, el hecho de que los activos de estas cuentas sean gestionados por un Hedge Fund de renombre, pero totalmente segregados del mismo, ha atraído a numerosos inversores, y más concretamente en el entorno actual, donde casos como el de Madoff han puesto en entredicho los procesos de due diligence operacional llevados a cabo por los analistas. Entre las características más destacadas de las Managed Accounts podemos citar las siguientes:

- ◆ Se trata de un conjunto de activos gestionados por un Hedge Fund de renombre, pero totalmente segregados del mismo.
- ◆ El control sobre los activos gestionados y la transparencia es máxima. De esta manera se consigue reducir la apropiación indebida o robo de los activos por parte de los gestores, o situaciones en las cuales los activos en los que supuestamente invierten los clientes pudiesen no existir. Los problemas de falsificación de las rentabilidades, la valoración incorrecta de los activos, los riesgos regulatorios y la liquidez son otros aspectos sobre los que las Managed Accounts tienen absoluto control.
- ◆ Las condiciones de liquidez son mejores que las de los Hedge Funds que replican. Típicamente las cuentas gestionadas ofrecen liquidez semanal con preavisos de tres a cinco días, frente a la liquidez mensual de los Hedge Funds con periodos típicos de notificación de reembolsos de 30 días.
- ◆ Más transparencia. Las plataformas de cuentas gestionadas suelen utilizar la transparencia en beneficio de los clientes, nutriéndoles de informes pormenorizados donde se recogen, por poner algunos ejemplos, la sensibilidad del fondo a los diferentes mercados, la desagregación de la cartera por sectores, por áreas geográficas, por instrumentos y un análisis exhaustivo del riesgo.

Las plataformas de cuentas gestionadas parecen ser una de las respuestas más apropiadas a las preocupaciones de los inversores en cuanto a transparencia, liquidez y control de riesgo se refiere.

En lo que respecta a los temas regulatorios, una tendencia que empieza a tener cada vez más auge en el sector es el lanzamiento por parte de las gestoras alternativas de versiones armonizadas de sus Hedge Funds bajo el formato UCITS III, respondiendo de esta manera a la demanda de los inversores de mayor transparencia, seguridad y liquidez en sus inversiones. La normativa UCITS III (*Newcits*), facilita la comercialización de los fondos regulados en un Estado

Miembro de la UE entre los demás Estados Miembros. Gracias a esta normativa el inversor minorista tiene hoy en día acceso a fondos de calidad, que replican las estrategias de algunos de los Hedge Funds más exitosos de la industria. Algunos de los aspectos más destacados que ofrece esta normativa son:

- ◆ Más liquidez: A diferencia de los Hedge Funds, los fondos UCITS III no requieren de elevadas inversiones iniciales y ofrecen liquidez diaria o semanal. En este sentido, muchos Hedge Funds la tienen mensual o trimestral.
- ◆ Más transparencia: Los fondos UCITS III están obligados a utilizar un servicio de valoración independiente.
- ◆ Seguridad: La exposición a una determinada contrapartida en operaciones OTC no puede ser superior al 10% del NAV si la entidad que actúa como contraparte es una institución crediticia de la UE, debiendo ser inferior al 5% en cualquier otro caso.
- ◆ Limitaciones de inversión: Los fondos que utilizan la normativa UCITS III no pueden invertir de forma directa en materias primas e inmuebles. Además, la exposición global asociada a operaciones de instrumentos derivados no puede superar el 100% de la inversión y el riesgo de concentración está limitado a un 20% por entidad o grupo.
- ◆ Compensación: Todas las inversiones pasan por un sistema de compensación seguro como Clearstream o Euroclear, lo que proporciona a los inversores una plataforma operativa segura.

Por estas razones, los fondos UCITS III están teniendo cada vez más acogida entre los inversores, que ven en estos productos una forma de aproximarse a la gestión alternativa desde un punto de vista más conservador, con mejores condiciones de liquidez, transparencia y control del riesgo, sin perder por ello su flexibilidad a la hora de implementar las estrategias típicas de los Hedge Funds.

---

## Conclusiones

*Si bien es cierto que son necesarias medidas que confieran una mayor protección a los inversores en Hedge Funds, es de esperar que el endurecimiento del marco regulatorio que se avecina no suponga una pérdida de competitividad para esta tipología de gestión alternativa. La reducción del número de fondos (se estima que desde el inicio de la crisis hasta junio de 2009 han desaparecido más de 1.500 Hedge Funds) debería permitir a los restantes aprovechar en mayor medida las oportunidades que ofrecen los mercados. Sin duda, los gestores más sólidos, con mejores infraestructuras y cuyos intereses estén más alineados con sus inversores serán los ganadores, sin menoscabo de que deban ser sensibles a las nuevas demandas de éstos, que pasan por una mayor liquidez y*

*transparencia. Las cuentas gestionadas y los Hedge Funds en formato UCITS III pueden dar respuesta. Sería un ejemplo de adaptación, como ya hemos comentado a lo largo de este, muy común en la industria de IIC y que explican su capacidad de sobrevivir a diversas e importantes crisis económicas y financieras.*

---

