

Fondos de Riesgo «Hedge Funds» y cobertura aseguradora

MARÍA JOSÉ PÉREZ FRUCTUOSO

UNIVERSIDAD CARLOS III DE MADRID. ESPAÑA

Habitualmente, los Fondos de Riesgo «Hedge Funds» son considerados instrumentos de inversión que ofrecen oportunidades para optimizar la ratio de riesgo-rentabilidad que no se obtienen fácilmente a través de las inversiones a largo plazo en acciones o bonos tradicionales. Estas posibilidades de obtener mayor beneficio y menor riesgo, se basan fundamentalmente en la capacidad de estos fondos para participar en una amplia variedad de productos financieros y de mercados mundiales que, en cambio, no resultan accesibles para los productos tradicionales de inversión, y también mediante su capacidad para tomar posiciones largas y cortas en derivados, lo que permite conseguir beneficios en muchos entornos económicos. Varias de las oportunidades de beneficio de los Hedge Funds derivan de la amplia gama de derivados, tradicionales y no tradicionales, disponibles y de las estrategias que pueden emplearse.

INTRODUCCIÓN

Ampliar el conjunto de oportunidades de inversión proporciona beneficios de diversificación a una cartera, que no pueden conseguirse mediante estrategias basadas en inversiones tradicionales en acciones, bonos y propiedades inmobiliarias.

Para que inversiones alternativas como los Hedge Funds aumenten, debe aumentar la conformidad y conocimiento de los individuos en cuanto a la utilización de estos instrumentos en las carteras de inversión. Para obtener la mejor

relación entre beneficio y riesgo lo lógico es servirse de gestores especializados con conocimientos para obtener beneficios en condiciones de mercado y tipos de derivados (como los Hedge Funds) que los gestores de activos tradicionales desconocen. Además, los inversores han de comparar el beneficio específico de cada tipo de Hedge Fund con el fin de asegurarse que el tipo específico escogido no duplique oportunidades de inversión ya existentes.

En los últimos años, además, los Hedge Funds han iniciado un proceso de suscripción de cobertura de reaseguro, como medio de conseguir ele-

vadas rentabilidades. Inicialmente, eran las compañías de reaseguro las que invertían en fondos de cobertura mientras que en la actualidad son éstos últimos los que invierten en el mercado asegurador, especialmente en seguro catastrófico. Los Hedge Funds se están utilizando cada vez más en el negocio reasegurador porque este negocio les puede proporcionar importantes rentabilidades. Los aseguradores compran reaseguro con el objetivo de diversificar el riesgo de las pólizas que ellos mismos han vendido. Los Hedge Funds compran reaseguro principalmente porque sus rendimientos no están relacionados con las subidas y bajadas que se producen en los activos en los que invierten de los mercados financieros. Después de todo, la principal forma en que los Hedge Funds compensan a sus clientes es generando ganancias con independencia de cómo se mueven los precios de los activos y de los bonos.

La inversión que los fondos de cobertura están llevando a cabo en el mercado asegurador, se basa principalmente en nuevos y alternativos tipos de productos de reaseguro, tales como bonos de catástrofes, que compiten con las formas tradicionales de cobertura. Estos bonos se emiten para ayudar a los aseguradores a transferir a los mercados de capitales el riesgo de futuros desastres naturales. En compensación por asumir riesgo de terremotos y huracanes, los inversores pueden obtener elevadas rentabilidades. Si la magnitud de una determinada catástrofe supera límites preestablecidos, o si el coste del suceso incrementa por encima de un cierto nivel, los inversores pierden el principal o el interés, o ambos, del bono y el asegurador utiliza el efectivo resultante para pagar las reclamaciones.

Ejemplos de esta tendencia de inversión son CooperNeff, una división de BNP Paribas invirtió 100 millones de euros provenientes de Hedge Funds en operaciones de bonos catástrofes. Nephila Capital, un Hedge Fund fundado en 1997 también invirtió en estos bonos, y fondos tales como Soros, HBK y Citadel han ido más lejos creando a sus propias compañías para suscribir reaseguro catastrófico directamente.

Actualmente, algunos fondos disponen de tanto efectivo para colocar en el mercado del reaseguro que utilizan dicho capital para colateralizar el riesgo que ellos mismos están suscribiendo. El resultado es que una compañía de seguros que esté considerando comprar reaseguro a través de un Hedge Fund no tiene que preocuparse de su capacidad acreedora como en el caso de que compre la cobertura directamente del reasegurador tradicional. Como se indica en un informe de Benfield, Citadel, Nephila y CooperNeff son conocidos Hedge Funds que ofrecen reaseguro colateral. Este tipo de reaseguro puede ser atractivo para algunos aseguradores cuando el nivel de crédito disponible y de deuda de los reaseguradores tradicionales tradicionalmente con capacidad suficiente se deteriora a lo largo del tiempo. El problema es que esta entrada de capital nuevo en el mercado provocará disminuciones de precios, recortando las potenciales ganancias de los participantes dominantes en el negocio, como los Hedge Funds.

DEFINICIÓN DE HEDGE FUND

El término Hedge Funds hace referencia a una gran variedad de vehículos de inversión que pueden variar en tamaño, estrategia, modelo de negocio y estructura organizativa. Inicialmente, se crearon con el objetivo de proteger sus inversiones de las fluctuaciones del mercado a través de la selección de valores, una administración activa y el uso de instrumentos de especulación como el apalancamiento o las ventas a corto o al descubierto. Actualmente, no todos los fondos incluidos en la categoría de Hedge Funds consideran el apalancamiento como elemento destacado de su estrategia de inversión y muchos de ellos ni siquiera se utilizan con el objetivo de proteger carteras o de especular con ellas.

En términos generales, un Hedge Fund puede definirse como todo fondo de inversión no tradi-

cional, organizado de forma privada y administrado por profesionales altamente cualificados y especializados, que utilizan técnicas de cobertura no permitidas en los fondos de inversión tradicionales como las ventas al descubierto, los instrumentos derivados y el apalancamiento, con el objetivo de obtener rendimientos positivos en cualquier situación de mercado.

Una de las principales características de estos fondos es la ausencia de regulación: no tienen que cumplir determinados coeficientes de capital o requisitos de inversión y pueden llevar a cabo operaciones prohibidas o limitadas para los fondos de inversión tradicionales. Normalmente los Hedge Funds imponen una cantidad mínima de inversión inicial de 800.000 euros, limitando de esta forma la participación del público general, y se dirigen a instituciones y grandes fortunas individuales.

En resumen, los Hedge Funds son un pool de inversiones que utiliza un conjunto de estrategias para mejorar la ratio rentabilidad / riesgo de las mismas, en términos absolutos y no relativos, a partir de determinados índices de referencia.

Las principales inversiones en Hedge Funds han sido realizadas tradicionalmente por inversores individuales aunque, cada vez más, las inversiones institucionales toman posiciones privilegiadas. Californian Public Employees Retirement System CALPERS por ejemplo, ha desarrollado un programa de inversión en Hedge Funds por valor de 800 millones de euros, especialmente a partir del año 2000.

La mayor parte de los fondos de cobertura se concentran geográficamente en Estados Unidos. Ello es debido a que el primer fondo de características no tradicionales se creó en dicho país en el año 1949, además de ser allí donde floreció la industria durante sus primeros años de existen-

cia y fueron los inversores americanos individuales y luego los institucionales los que dieron un nuevo impulso a la misma durante la década de

los 80 del siglo pasado (por ejemplo, las universidades americanas de Harvard, Princeton y Yale poseen sustanciales colocaciones en este tipo de fondos). Por otra parte, aproximadamente el 90% de los administradores de Hedge Funds se encuentran

localizados en los Estados Unidos, un 9% en Europa y el 1% en el resto del mundo (principalmente Asia). Se puede decir por tanto, que los Hedge Funds han sido y siguen siendo un fenómeno americano.

El término Hedge Funds hace referencia a una gran variedad de vehículos de inversión que pueden variar en tamaño, estrategia, modelo de negocio y estructura organizativa.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA

En 1949, Albert W. Jones constituyó el primer fondo de cobertura mediante la combinación de posiciones compradoras y vendedoras en acciones, tanto a corto como a largo plazo. Dicho fondo se estructuró como una sociedad privada, con una retribución basada en una comisión sobre la rentabilidad obtenida y funcionó discretamente durante 17 años. Fue entonces cuando la revista Fortune publicó un artículo en el que ponía de manifiesto que dicho fondo estaba obteniendo unas rentabilidades muy superiores a las del fondo de inversión tradicional con mejor rentabilidad del momento. Este hecho aumentó el grado de interés por el estudio del funcionamiento del fondo Jones y provocó la aparición de muchos fondos similares durante los dos años siguientes.

El bienio 1967-1968 vivió una rápida expansión de los Hedge Funds que se truncó durante los periodos críticos de 1969-1970 y 1973-1974 cuando numerosos fondos sufrieron cuantiosas pérdidas

y retiradas de capital. Los Hedge Funds desaparecieron de la circulación hasta mediados de la década del 80, en la que factores como el incremento de las inversiones por parte de los inversores americanos individuales, la evolución del mercado de derivados y la positiva crítica de la prensa hacia los Hedge Funds provocaron un nuevo auge de esta industria.

Desde inicio de los años 90, la industria de los Hedge Funds crece de forma continuada, acelerando su ritmo de expansión desde 2000 después de superar la crisis, en 1998, del fondo Long Term Capital Management (LTCM). Actualmente, la actividad de los fondos de cobertura explica el 70% de la negociación en el mercado de bonos convertibles, entre el 10% y el 30% del mercado de renta variable y entre el 30% y el 50% de la negociación diaria de las bolsas de Nueva York y de Londres. El crecimiento de los Hedge Funds a partir del año 2000 se explica principalmente por dos razones: en primer lugar, la participación cada vez mayor de inversores institucionales que provoca grandes flujos de inversión, especialmente durante los años 2003 y 2004, llegando a representar el 30% de su capital. Finalmente, las inversiones procedentes de otros fondos que invierten en fondos de cobertura (Funds of Hedge Funds), que se utilizan para canalizar el capital de los inversores minoritarios.

CARACTERÍSTICAS DE LOS HEDGE FUNDS

- **Administración activa:** este tipo de administración supone una mayor recogida de información, un mayor acceso y mejor análisis de las oportunidades de inversión, y una mejor estructura de la cartera.
- **Falta de transparencia:** las ofertas de participación en el fondo han de realizarse de forma privada, los administradores de los Hedge Funds no tienen la obligación de publicar las rentabilidades obtenidas, ni las colocaciones de capital realizadas, ni tampoco los ingresos derivados de las mismas. Por esta razón, es complejo determinar exactamente el tamaño de la industria de fondos de cobertura y se duda de la fiabilidad de los datos relativos al volumen total de la misma.
- **Máxima flexibilidad:** estos fondos son totalmente libres para decidir el tipo de instrumento y de mercado en el que invertir, lo que flexibiliza sus estrategias. La mayor parte de estos fondos invierte tanto en el mercado al contado como en el mercado organizado (con negociaciones controladas por una Cámara de Compensación) u Over-The-Counter (OTC) de productos derivados. Los administradores pueden utilizar apalancamiento, ventas a corto, para capitalizar mejor las caídas de los mercados o arbitrajes sin ningún tipo de limitaciones. Esta diversificación entre instrumentos y estrategias utilizadas dan lugar a una baja correlación con los índices de los mercados de acciones.
- **Rendimiento absoluto:** el objetivo de los fondos tradicionales es alcanzar o superar los rendimientos medios de los activos en los que han invertido (obtención de rendimientos relativos). El rendimiento obtenido es conocido a posteriori y puede resultar positivo o negativo. Los fondos de cobertura en cambio, son herramientas de inversión cuyo objetivo es obtener un riesgo ajustado a un rendimiento absoluto fijado a priori, gestionando la cartera de inversión de forma dinámica con ventas a corto, apalancamiento y productos derivados. Esto explica la menor correlación de los rendimientos de los Hedge Funds con los del resto de activos financieros y la falta de capacidad del modelo de Sharpe original no captaría los estilos de inversión de los Hedge Funds.
- **Elevada inversión mínima:** como el ordenamiento jurídico norteamericano limita el número de inversiones que pueden realizarse cuando el fondo no está registrado, los requerimientos de inversión inicial en los

Hedge Funds son muy elevados, normalmente de un millón de dólares, con el objetivo de reunir la cuantía de dinero suficiente para empezar a operar.

- **Menor liquidez:** para valorar este punto es conveniente realizar una distinción entre los fondos *open-end* y los *closed-end*. Los *open-end* Hedge Funds o fondos de inversión abiertos permiten la colocación de las nuevas participaciones del fondo en el mercado a lo largo de la vida del mismo así como el rescate de las aportaciones y la consiguiente incorporación de nuevos partícipes. Por su parte, los fondos de inversión cerrados o *closed-end* Hedge Funds no permiten el ingreso de nuevos partícipes y en caso de producirse una retirada de capital, las nuevas cuotas de participación en el fondo sólo pueden adquirirlas otros socios ya existentes.

La mayor parte de fondos de cobertura son abiertos, pero en general son menos líquidos que los fondos de inversión tradicionales aunque permiten rescates con una periodicidad, mensual, trimestral, etc., establecida en sus bases de organización.

Los Hedge Funds suelen llevar a cabo estrategias de inversión a largo plazo, con importantes restricciones de liquidez, lo que lleva, por una parte, a la no obligación de establecer un determinado coeficiente de liquidez y por otra a definir mecanismos de contención de capital, como periodos de prohibición de rescates y cargos extraordinarios por retiradas de capital, para afrontar fugas potenciales de capital.

- **Inversores de los Hedge Funds:** la mayor parte de inversores en fondos de cobertura son bancos privados, capitalistas japoneses, fundaciones, fondos de pensiones, compañías de seguros y reaseguradoras, inversores institucionales e individuales.

Máxima flexibilidad: estos fondos son totalmente libres para decidir el tipo de instrumento y de mercado en el que invertir, lo que flexibiliza sus estrategias.

- **Estructura legal:** generalmente los fondos de cobertura suelen tener forma jurídica de patrimonios separados o vehículos de inversión, aunque su estilo de gestión ha sido utilizado por muchas entidades financieras y no financieras para gestionar su propio capital.

Como ya se ha comentado, el primer Hedge Fund de la historia se constituyó como una *General Partnership* aunque actualmente, los fondos domiciliados en los EEUU se organi-

zan como *Limited Partnerships* o bien como *Limited Liability Companies*, a diferencia de los fondos extranjeros que habitualmente se estructuran bajo la forma de corporaciones o sociedades anónimas.

- **Estructura de comisiones:** en general, los Hedge Funds establecen una comisión básica anual por la administración del capital, cuyo valor oscila entre el 1% y el 2% del mismo, más un incentivo de entre el 15% y el 35% del rendimiento anual del fondo. Con respecto a esta última comisión, se estipulan dos cláusulas restrictivas en las bases constitutivas del fondo: la primera, establece una cota para la tasa de rendimiento a partir del cual se aplica la comisión para incentivo. La segunda dispone que, antes de cobrar un incentivo, el administrador debe cubrir las eventuales pérdidas en que hubiese incurrido el fondo anteriormente.

La aplicación de estas comisiones tan elevadas, da lugar a que la estrategia de marketing se convierta en una cuestión de extrema importancia, y descansa en dos pilares fundamentales: una rentabilidad superior y una adecuada diversificación.

- **Personas que intervienen en un Hedge Fund:**

- **Asesor de inversiones:** es el patrocinador del fondo y puede ser una persona física o una entidad participante en el mis-

mo. Es el responsable del funcionamiento de la cartera de inversiones y quien toma las decisiones de inversión relativas a la compra-venta de valores en provecho del fondo. Sirve de conexión con el corredor de bolsa a través del envío de notificaciones de operaciones e instrucciones específicas de inversión dependiendo de las funciones que le sean concedidas en las bases constitutivas del Hedge Fund.

- **Corredor de bolsa y/o custodio de valores (Prime Broker):** el corredor de bolsa es el responsable de la realización de las operaciones y si no existe la figura del custodio de valores también se encarga de cuidar el dinero y los valores del Hedge Fund. En caso de estar separadas ambas funciones, el corredor y el custodio trabajan conjuntamente para ejecutar las operaciones solicitadas por el asesor de inversiones.
- **Asesor legal:** es el encargado de formar el fondo de cobertura y de preparar la documentación organizativa, memorando, acuerdo de asociación, acuerdo de responsabilidad limitada y artículos de incorporación del mismo. Además, presta servicios de mantenimiento documental, asesoramiento legal en materia de regulaciones, elaboración de informes obligatorios, etc.
- **Auditor independiente:** la mayoría de los fondos mide la adecuación de los estados financieros del mismo a través de un auditor independiente quien además asesora en temas contables e impositivos y colabora con el cumplimiento de los requisitos legales para iniciar el fondo.
- **Administrador:** es la persona que coordina al resto de partes que intervienen en el fondo además de proveer servicios pro-

fesionales como la valoración de activos y su contabilización, informes financieros, servicios impositivos y servicios de inversión entre otros.

Resumiendo, la característica principal de los Hedge Funds es que obtiene rendimientos no correlacionados con los índices del mercado, más elevados que las inversiones tradicionales y en ocasiones con menor volatilidad. Para alcanzar estos resultados los gestores de estos fondos realizan estrategias de inversión dinámicas en entorno de baja o escasa regulación eludiendo de esa forma la diversificación de sus inversiones, el cumplimiento de coeficientes de liquidez o prohibiciones de utilizar el apalancamiento o realizar ventas a crédito.

La explotación de nuevas alternativas de inversión explica características de los Hedge Funds como la necesidad de contar con importantes volú-

menes de capital, la recomendación de limitar las retiradas del mismo o la falta de transparencia en cuanto a la información pública sobre la composición de su cartera. Como consecuencia de todo ello, la decisión de invertir en un fondo de cobertura se basa en la reputación de los

La característica principal de los Hedge Funds es que obtiene rendimientos no correlacionados con los índices del mercado, más elevados que las inversiones tradicionales y en ocasiones con menor volatilidad.

gestores del mismo, sobre todo si estos tienen capital invertido en el fondo que gestionan, y las comisiones de gestión, tanto mayores cuanto mejores son los resultados obtenidos en la inversión.

El Hedge Fund más simple se estructura únicamente con el fondo y el gestor, aunque lo habitual es que exista un administrador encargado de realizar las suscripciones, reembolsos y la valoración y otra entidad, denominada *Prime Broker*, encargada de realizar el depósito de las inversiones, de proporcionar servicios de apoyo financiero y de prestar servicios para captar capital. En ocasiones, los Hedge Funds más complejos cuentan con servicios de auditoría externa y asesoría legal.

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

Cada Hedge Fund sigue su propia estrategia de inversión lo que los convierte en instrumentos muy heterogéneos y con una variedad de estrategias innumerable. Según la estrategia realizada pueden tomar posiciones en activos financieros tradicionales, en productos derivados negociados tanto en mercados organizados como en mercados OTC o en productos específicamente diseñados para el fondo. También pueden invertir en otros Hedge Funds dando lugar a fondos de fondos de cobertura (*Funds of Hedge Funds*). La utilización de los fondos de cobertura como instrumentos de inversión persigue, básicamente, obtener una elevada rentabilidad en términos absolutos explotando las ineficiencias del mercado, mejorar la diversificación de la cartera a través de activos poco correlacionados con los índices bursátiles tradicionales y conseguir un atractivo binomio rentabilidad/riesgo. Por ello, en función de estos objetivos, los Hedge Funds se clasifican en distintas categorías agrupando los fondos según realicen estrategias similares. Una posible clasificación sería:

- *Macro-globales*: los fondos que siguen este tipo de estrategias invierten tomando posiciones largas y cortas en acciones, deuda, divisas, derivados o commodities, tanto en mercados de capitales y derivados desarrollados como en los llamados mercados emergentes. Su objetivo prioritario es encontrar divergencias entre los precios de los distintos activos y divisas utilizando altos niveles de apalancamiento y productos derivados.
- *Sectoriales*: invierten en sectores específicos (energía, tecnología, sanidad, finanzas, etc.). Dentro de esta categoría se encuentran las inversiones en activos que ofrecen una elevada rentabilidad, en bonos basura o deuda de baja calificación crediticia o las inversiones en valores de países emergentes (está úl-

tima categoría de fondos sectoriales supone la inversión a largo plazo en acciones y en títulos de renta fija negociados en los mercados emergentes de todo el mundo para obtener rendimiento de aquellos países con economías menos desarrolladas pero con un elevado e inmediato potencial de crecimiento).

- *Estrategias basadas en la tendencia del mercado*:
 - *Ventas a corto*: son un tipo de estrategias especulativas cuyo objetivo es aprovechar las caídas que se producen en el precio de las acciones. Se basan en pedir prestada una acción para a posteriori venderla en el mercado y volver a comprarla a un precio inferior realizando de esta forma un beneficio.
 - *Sólo largo*: sólo toman posiciones largas, normalmente utilizando el apalancamiento.
 - *Oportunidad de mercado*: van abriendo posiciones en los activos en los que se percibe el inicio de una tendencia alcista y cerrando en los que se percibe el inicio de una tendencia bajista. Son apropiadas cuando se producen movimientos en los mercados derivados de las intervenciones de los gobiernos o de las burbujas de especulación formadas cuando hay cambios en los ciclos económicos. El ejemplo más característico para esta estrategia es el de aprovecharse del momento de debilidad de una divisa determinada cuyo tipo de cambio está siendo mantenido por el gobierno del país correspondiente de forma artificial.
- *Estrategias basadas en acontecimientos de mercado (event drive)*: estas técnicas se destinan a capturar los movimientos de precios generados por la anticipación ante la ocurrencia de un evento corporativo. Dicho de otro modo, su objetivo es la capitalización de los procesos de reestructuración o de fusión entre empresas.
 - *Fondos en valores críticos (distressed securities)*: este tipo de estrategia invierte en acciones, bonos u otro tipo de activos

de empresas con problemas de financiación o de reestructuración de capital. El gestor del fondo compra deuda de la empresa afectada y después de la liquidación de dicha compañía obtiene un beneficio.

- Arbitraje de fusiones: invierten en fusiones y OPA anunciadas, comprando acciones de la empresa adquirida y vendiendo acciones de la empresa adquirente.
- Neutrales de mercado: pretenden evitar tomar riesgos simples y apuestan sobre movimientos relativos de precios. Mantienen de forma simultánea de posiciones compradoras y vendedoras del mismo valor (sobre carteras de acciones del mismo tamaño y dentro del mismo país) eliminando así el riesgo sistemático o de mercado. Por ejemplo, incluyen estrategias como:
 - Largo-corto de acciones: toman posiciones cortas y largas en distintos valores beneficiándose de las oscilaciones que se producen en los mercados. Es una de las estrategias más utilizadas por los gestores de los fondos de cobertura y concretamente consiste en invertir en la adquisición de valores que se encuentren temporalmente infravalorados y vender paralelamente aquellos que están sobrevalorados obteniendo de esa forma una elevada rentabilidad absoluta con un bajo riesgo de mercado.
 - Arbitraje de índices bursátiles: negocian el diferencial que se produce entre contratos de futuros sobre índices y las acciones subyacentes.
 - Arbitraje de bonos convertibles: este tipo de estrategia consiste en invertir en títulos convertibles, bonos convertibles, acciones preferentes o warrants, de una compañía comprándolos y tomando posiciones cortas en las acciones subyacentes. El arbitraje de convertibles es una estrategia adecuada en situaciones de alza en el mercado de bonos, lo que sube el precio del convertible, y de baja

en el mercado bursátil obteniendo un beneficio con la caída en el precio de la acción a través de las ventas a corto.

- Arbitraje de renta fija: este tipo de estrategia persigue obtener beneficios aprovechando los diferenciales de rentabilidad existentes entre activos con riesgo de crédito distinto o entre los diferentes tramos de la curva de tipos de interés. Su realización consiste en la compra del activo infravalorado y en la venta a corto del activo sobrevalorado sin intentar predecir cómo evolucionará el mercado.
- Arbitraje de valor relativo: negocian el beneficio de las discrepancias de precio entre instrumentos de renta variable, fija, opciones y futuros. Suelen utilizar modelos para determinar esas discrepancias. Las carteras que integran estos fondos toman posiciones compradoras en activos que están infravalorados y venden a corto activos que se encuentran sobrevalorados.

Al mismo tiempo el conjunto de todos los Hedge Funds puede clasificarse en dos categorías: los fondos direccionales, que apuestan por una dirección de los mercados (al alza o a la baja) lo que implica la asunción directa de riesgos, y los fondos no direccionales, que buscan oportunidades de arbitraje a través de las anomalías del mercado. Dentro de la primera categoría es posible incluir los fondos basados en acontecimientos, los macro-globales, los sectoriales o los que toman posiciones sólo largas o sólo cortas. Dentro de los fondos no direccionales se encontrarían las estrategias neutrales al mercado.

EL APALANCAMIENTO

El apalancamiento posibilita aumentar la rentabilidad de los fondos de cobertura a través de la

asunción de un mayor riesgo. Utilizar apalancamiento en las inversiones del Hedge Fund aumenta el riesgo al que se expone el fondo incidiendo en el riesgo de liquidez y concentración de las posiciones tomadas y el inherente a los activos contratados.

Dentro de las distintas formas existentes de apalancamiento, el endeudamiento directo o apalancamiento contable o por balance, aumenta los activos gestionados por el fondo así como de la rentabilidad potencial de los inversores del mismo, al obtener los beneficios a través de una cartera de activos mayor que el capital colocado en el fondo. El riesgo asumido en este caso depende de la posición tomada, ya que no es lo mismo endeudarse en un mercado europeo que emergente. Una segunda forma de apalancamiento es el llamado apalancamiento financiero (o apalancamiento por instrumentos) que se produce cuando el coste de una inversión es inferior a la exposición que dicha inversión genera. Normalmente los fondos de cobertura se apalancan tomando posiciones a través de márgenes en derivados y productos estructurados y complejos.

Actualmente, el grado de apalancamiento más común en los fondos de cobertura suele ser menor al doble del capital de dichos fondos. El tamaño del fondo influye sustancialmente en el nivel de apalancamiento del mismo. Así, los fondos con un capital gestionado superior a los mil millones de euros suelen presentar una mayor grado de apalancamiento (aproximadamente el 23% de los fondos con ese tamaño tienen un apalancamiento del 200%). De igual forma el grado de apalancamiento varía en función de la estrategia utilizada por el Hedge Fund. Las estra-

tegias neutrales de mercado, arbitraje de renta fija y de convertibles muestran un mayor grado de apalancamiento que la media. Los fondos de futuros gestionados¹ y los macro globales también suelen mostrar un elevado nivel de apalancamiento como consecuencia del uso de derivados para realizar sus estrategias. Las estrategias de valores críticos, de renta fija y las relacionadas con los mercados emergentes son las menos apalancadas.

MEDICIÓN DEL RIESGO Y LA RENTABILIDAD DE LOS HEDGE FUNDS

Los Hedge Funds persiguen un riesgo ajustado al rendimiento absoluto de las inversiones que realizan. A diferencia de los instrumentos de inversión tradicionales, cuyo objetivo es mejorar los índices de mercado, las estrategias de inversión alternativas optimizan la ratio riesgo/rentabilidad de las distintas colocaciones que llevan a cabo. Es lógico, por tanto, que la medición, la gestión y el análisis de la correlación del

riesgo con los rendimientos obtenidos, se conviertan en las principales componentes a la hora de utilizar Hedge Funds.

En cuanto a la gestión del riesgo es necesario especificar las diferencias existentes entre los inversores institucionales y los patrimoniales.

El apalancamiento posibilita aumentar la rentabilidad de los fondos de cobertura a través de la asunción de un mayor riesgo. Utilizar apalancamiento en las inversiones del Hedge Fund aumenta el riesgo al que se expone el fondo incidiendo en el riesgo de liquidez y concentración de las posiciones tomadas y el inherente a los activos contratados.

¹ Es una estrategia que permite reducir el riesgo de una cartera de inversión a través de la diversificación, invirtiendo en divisas, commodities y en futuros y opciones de cualquier mercado mundial.

Mientras los primeros invierten a largo plazo, tienen mayor aversión al riesgo y preferencia por la estabilidad en los rendimientos, los segundos invierten a corto plazo, en operaciones menos diversificadas y con mayores volatilidades, para obtener rentabilidades más elevadas.

Entre los tipos de riesgo a los que está sometido un Hedge Fund encontramos el riesgo de mercado, el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez, el riesgo operacional, el riesgo del modelo (consecuencia de una valoración incorrecta del instrumento financiero), el riesgo corporativo (o riesgo específico de invertir en una empresa determinada), el riesgo de fraude y el riesgo legal. La cantidad y el tipo de riesgo varían sustancialmente de una estrategia de inversión a otra. Por ejemplo, las estrategias macro globales, largo-corto de acciones y las ventas al descubierto entre otras, presentan una elevada exposición al riesgo de mercado y el riesgo de crédito es mucho mayor en estrategias de arbitraje de bonos convertibles. Por su parte, las estrategias basadas en acontecimientos de mercado tienen una exposición muy significativa al riesgo corporativo mientras que el riesgo de liquidez puede ser un problema mayor en las estrategias de arbitraje de renta fija.

En lo referente a la medición del riesgo, además de considerar la exposición total de la cartera, el análisis debería incluir la exposición al riesgo en distintos niveles de agregación. Entre las distintas herramientas de medición cabe destacar el VaR definido como la pérdida que como máximo puede producirse ante movimientos adversos del mercado con un determinado nivel de confianza (95 o 99%) y sobre un horizonte específico de comercialización (1 o 5 días) y sus variantes². Otras herramientas de medición del riesgo son las *pruebas de stress*, utilizadas para

cubrir las pérdidas derivadas de los cambios extremos que se producen en los precios de mercado, el *análisis de escenarios*, que aplica cambios de precios preestablecidos a las posiciones tomadas en la cartera para analizar los cambios que se producen en la valoración de la misma como consecuencia de las variaciones en el precio de los activos que la integran, y la *Teoría del valor extremo*, que proporciona la distribución asintótica de las colas gordas (fat tail) de los factores de riesgo financiero.

Entre las ventajas que presenta el VaR respecto a las demás medidas de riesgo mencionadas, cabe destacar que es una medida de riesgo comparable y uniforme a las diferentes posiciones de las carteras, lo que facilita el análisis de las inversiones a realizar en el fondo mediante las diferentes clases de activos. Sin embargo, el VaR mide pérdidas potenciales que se producen de forma regular, por ejemplo una vez cada 20 días, pero no da ninguna información sobre el tamaño esperado de la pérdida. Por otra parte, el VaR no predice pérdidas extremas, al no considerar la distribución de probabilidad de los rendimientos extremos. Por esta razón el VaR necesita ser complementado con otras herramientas de análisis que cubran las condiciones extremas del mercado. Las medidas pruebas de stress, análisis de escenarios y teoría del valor extremo ayudan a completar la medición del riesgo cubriendo aquellos aspectos a los que el VaR no llega.

En lo referente a la rentabilidad, los fondos tradicionales buscan alcanzar o superar los rendimientos medios de los activos en los que han invertido y el rendimiento obtenido, positivo o negativo, sólo se conoce a posteriori. Una de las medidas tradicionalmente utilizadas para medir dicha rentabilidad es la denominada Ratio

² Dentro del VaR encontramos distintas opciones como el VaR de base variable (método paramétrico), donde el cálculo del riesgo de la cartera se basa en volatilidades y covarianzas condicionales, el VaR de Monte Carlo, en la que el comportamiento del riesgo se simula mediante escenarios que reflejan los rendimientos esperados a partir de los factores de riesgo involucrados y la simulación Histórica del VaR (método no paramétrico), basada en el ajuste de tendencias a los rendimientos futuros de la cartera a partir de los pasados.

de Sharpe. Dicha ratio relaciona el exceso de rentabilidad sobre el activo libre de riesgo con la volatilidad del fondo. Su cálculo valora la suma invertida (incluyendo la inversión inicial más las ganancias/pérdidas) periódicamente y el riesgo se mide a través de la desviación típica o variabilidad de los rendimientos:

$$RS = \frac{\text{Rendimiento excedente}}{\text{Desviación típica de los rendimientos anuales}}$$

siendo el rendimiento excedente la diferencia entre el rendimiento anual del fondo y el rendimiento del activo libre de riesgo.

La interpretación de la Ratio de Sharpe sería la siguiente: por ejemplo, si la ratio de Sharpe para los Hedge Funds es de 1,1 cada punto adicional de riesgo, o cada punto adicional de volatilidad, que asume el fondo se traduce en 1,1 puntos adicionales de rentabilidad.

Los Hedge Funds persiguen rendimientos absolutos que se fijan a priori de forma que para alcanzarlos, la cartera del fondo se gestiona dinámicamente realizando venta a corto, utilizando apalancamiento e incluyendo en su composición productos derivados. Esto lleva a una baja correlación entre los rendimientos de los HF y los rendimientos de otro tipo de activos lo que hace que la Ratio de Sharpe en su formulación original no capte los estilos de inversión de los Hedge Funds.

Otras medidas de rentabilidad alternativas a la Ratio de Sharpe son el Alfa de Jensen³, la Ratio Precios/Ingresos⁴, la Ratio de Sortino⁵ y la Ratio

de Treynor⁶. A pesar de que estos coeficientes son formas de cuantificar objetivamente la evolución de una cartera, están limitados por la consideración de distribución normal de los rendimientos, lo cual no coincide normalmente con la realidad, que presenta picos más altos y colas más pesadas que la distribución normal.

SITUACIÓN GENERAL DE LOS HEDGE FUNDS A FINALES DE 2005

A finales de 2005, la rentabilidad global de los fondos de cobertura se situó en el 8,4% anual, bastante superior a la rentabilidad ofrecida por los índices *S&P 500* y *Lehman Brothers Aggregate Bond*, que cerraron el año con unas rentabilidades de 4,9% y 2,5% respectivamente. El grupo de estrategias llamado de especialidad, entre las que se incluyen las multi-estrategias o las inversiones en mercados emergentes, es el que obtiene mejores resultados a lo largo del pasado año, con un 12% de rentabilidad global. La novedad más importante dentro de dicho grupo, es la rentabilidad obtenida por los gestores de inversiones en mercados emergentes, que alcanzó el 16,8% de rentabilidad anual. La posición alcanzada por estos mercados en 2005 es consecuencia de varios factores, entre los que cabe destacar el anuncio de importantes ingresos corporativos o los continuos signos de mejora de la economía global. Es im-

³ La Ratio de Jensen mide la habilidad del administrador del fondo para alcanzar un rendimiento que esté por encima del esperado dado el riesgo involucrado. Es usado generalmente para la medición de la rentabilidad de una cartera e identificar la parte de la rentabilidad que puede ser atribuida solamente a dicha cartera.

⁴ La ratio precios/ingresos indica la relación entre el precio de la participación en el fondo y los ingresos de la misma. Se utiliza para realizar evaluaciones en términos de los ingresos de la compañía y es uno de los indicadores más seguidos por los fondos de cobertura.

⁵ La Ratio Sortino mide la relación riesgo/rentabilidad a través del promedio anual de los rendimientos mensuales del año anterior menos la rentabilidad de una inversión libre de riesgo, dividido por la desviación durante un mismo periodo.

⁶ La Ratio de Treynor mide la rentabilidad de un fondo en exceso de la rentabilidad del activo libre de riesgo por unidad de riesgo que el fondo agrega a la cartera bien diversificada.

portante señalar que, a pesar del aumento progresivo de los precios del petróleo durante todo el año, la inflación global permaneció estable y el crecimiento económico moderado. Después de los bajos resultados logrados durante los meses de abril y mayo, derivados de la preocupación por la subida inmediata de los tipos a corto prevista en Estados Unidos y por el miedo a la intensificación de la política monetaria llevada a cabo por China, los inversores reanudan la confianza en la inversión en este tipo de mercados.

El grupo de estrategias largo-corto de acciones contabiliza el segundo mejor resultado de los fondos de cobertura obteniendo para el 2005, con una rentabilidad del 10,9%. Los Hedge Funds basados en estrategias de acciones se comportaron bien durante el mes de diciembre a pesar de las expectativas fallidas de una recuperación en las bolsas mundiales a finales del año. Dentro de este grupo, la rentabilidad para las estrategias de oportunidad fue de 13,4% anual. El método de inversión del gestor de oportunidad, que cambia a lo largo del tiempo para aprovechar mejor las condiciones cambiantes del mercado, fue recompensado por las condiciones de éste en 2005.

El grupo de estrategias neutrales de mercado rentó un 5,2% anual. Para las estrategias de valores críticos, líderes de este grupo, dicha rentabilidad alcanzó el 9,6% a lo largo del año. Las oportunidades de inversión en valores críticos han sido muy abundantes durante los últimos años, sobre todo dentro de las industrias automovilística y aérea. Sin embargo, las estrategias de arbitraje de convertibles, con una rentabilidad del -1,7% anual, fueron las únicas que contabilizaron una pérdida durante el año. Tras iniciar 2005 con un mercado pobre para llevar a cabo esta estrategia, culminando en abril con la peor pérdida registrada de -3,4%, la estrategia de arbitraje de convertibles repuntó durante la segunda mitad del año rentando un 4,7% desde julio hasta diciembre. En efecto, el mercado de convertibles vivió la experiencia de un mercado en el cual las valoraciones parecieron no importar y muchos inversores ne-

gociaron basándose más en el temor que en un juicio sólido. La recuperación en este mercado se debió a la ampliación de los spreads de crédito, una volatilidad reducida y diversos datos económicos que estimularon las ventas provocando recuperaciones que han llevado a precios de convertibles más bajos.

Finalmente, el grupo de estrategias de negociación direccional rentabilizó un total del 4,6% en el año 2005. Las estrategias de inversión macro-globales dentro del grupo lideraron los resultados del mismo con una rentabilidad del 8,6% anual. Los gestores macro-globales se aprovecharon del crecimiento de los mercados de acciones europeo y asiático así como del incremento de los precios de las mercancías. Una de las estrategias macro-globales más populares en 2005 fue la inversión en spreads de crédito.

EL PAPEL DE LOS HEDGE FUNDS EN LA COBERTURA DE REASEGURO

La relación de los Hedge Funds con la industria reaseguradora se inició en la década de los 90 del siglo pasado a través de las inversiones que los primeros realizaron en operaciones de transferencia alternativa de riesgos tales como bonos de catástrofes y swaps de seguros. Pero la tendencia reciente de los fondos de cobertura con capacidad significativa disponible, es invertir directamente en las operaciones de las reaseguradoras cubriendo el seguro de daños tradicional y el negocio de retrocesión. Por ejemplo, Moore Capital, un gestor de fondos, ayudó a la reaseguradora Max Re a establecerse en el mercado de Bermudas, a cambio de que ésta invirtiera una parte significativa de su cartera de inversión en los Hedge Funds seleccionados por Moore Capital.

Esta adhesión al reaseguro de los Hedge Funds es una consecuencia de la convergencia de los mercados de capitales y de seguro. Los contratos de reaseguro suscritos por los Hedge Funds suponen una fuente de capital externa a los canales de reaseguro tradicionales. En este marco, y en un acuerdo típico de retrocesión, el Hedge Fund realiza un pago a la compañía reaseguradora cuando las pérdidas asociadas a un determinado siniestro exceden un cierto umbral. Por esta cobertura, el Hedge Fund cobra a la compañía una prima cuyo valor puede alcanzar hasta el 30% de la cantidad de riesgo asumida en un contrato de duración anual que protegería a la reaseguradora de los costes de un evento único como un huracán o un terremoto como en un contrato de reaseguro backstop tradicional, variante del reaseguro stop-loss.

Los fondos de cobertura que intervienen en este mercado de reaseguro son mayoritariamente privados y no realizan declaraciones públicas de su rentabilidad. Como forma de protegerse a sí mismos, los gestores de fondos que suscriben esta clase de negocio asegurador suelen limitar su exposición catastrófica al 5% de su capital global. Si bien es cierto que la corta duración de los contratos de seguro y su precio, relativamente elevado, hace de esta forma de inversión una técnica escasamente utilizada para los Hedge Funds, utilizando este tipo de transacciones, las reaseguradoras pueden reducir sensiblemente la volatili-

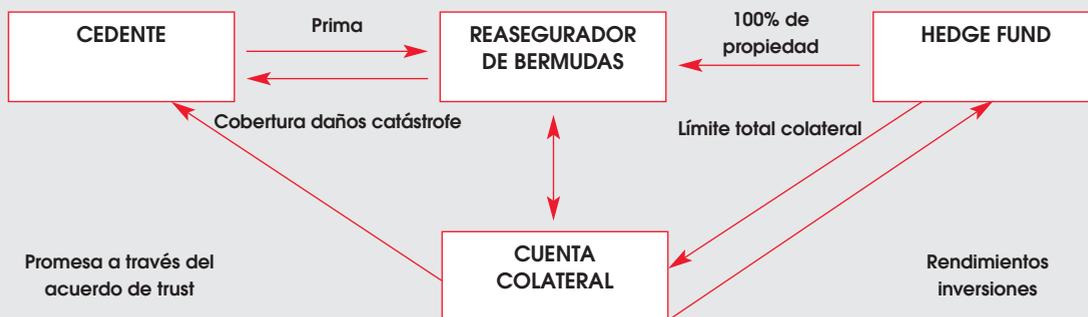
dad potencial de su cartera de riesgos a través de la selección de su pérdida asumida.

La cobertura en la que se han centrado los Hedge Funds actualmente en el mercado reasegurador es la llamada Reaseguro Colateral. Esta forma de reaseguro resulta atractiva porque combina las características más deseables de la protección del reaseguro tradicional y de los bonos de catástrofes: proporciona al reasegurado nueva capacidad con un bajo riesgo de crédito pero con los costes y el tiempo de creación asociado a las transacciones realizadas con CAT Bonds.

El funcionamiento del reaseguro colateral es el siguiente: los Hedge Funds asumen el riesgo de reaseguro a través de un vehículo transformado (reaseguradoras start-ups y sidecar) que suele ser habitualmente un reasegurador situado en Bermuda y de pequeño tamaño. Dichas reaseguradoras proporcionan cobertura para el límite reasegurado a través de cuentas colaterales cuyos términos se negocian por las contrapartes sobre una base de reparto.

Un ventaja importante de este enfoque consiste en que el vehículo transformado puede utilizarse para varias transacciones siendo su única restricción la cuantía de colateral que proporcionan los Hedge Funds. Esto es muy diferente de lo que ocurre en una transacción de emisión de CAT Bonds en la que el vehículo con propósito especial sólo puede utilizarse para la transacción específica.

FIGURA 1.



Los fondos de cobertura no representan más del 2% del mercado de reaseguro, aunque últimamente están entrando más Hedge Funds en el mercado a través de la creación de empresas de seguros situadas en paraísos fiscales o mediante la contratación de compañías de reaseguro ya establecidas para llevar a cabo sus operaciones. A pesar del papel limitado de estos instrumentos en el mercado reasegurador, representan como mínimo la mitad del capital disponible para algunas formas específicas de cobertura, como por ejemplo la protección contra la ocurrencia de una tormenta catastrófica.

En el año 2004, los fondos de cobertura se constituyeron como una fuente de capital alternativa que ayudó a financiar el reaseguro catastrófico. El riesgo de catástrofes está incorrelacionado y presenta mayor volatilidad que otros riesgos asegurados y financieros. Este hecho junto a la disminución de los ingresos derivados las estrategias de inversión que tradicionalmente utilizan los Hedge Funds, provocó que aquellos fondos más importantes en volumen de capital ampliaran sus actividades hacia este otro tipo de inversiones. La entrada de capital extra de los Hedge Funds se sumó a la fortaleza de un mercado de reaseguro consolidado, pero la falta de confianza en instrumentos poco conocidos como los Hedge Funds, hizo que el mercado no tuviera clara la duración de los mismos como fuente de capacidad adicional después de la ocurrencia de grandes pérdidas por catástrofes. En el 2005, el impacto del huracán Katrina en el mercado reasegurador fue menor de lo que se esperaba: inicialmente se contaba con una disminución significativa de la capacidad de suscripción en la industria reaseguradora y con la consecuente reclasificación, desde el punto de vista de rating, de la totalidad de empresas de la misma, como sucedió tras el huracán Andrew y los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001. El impacto de las pérdidas por catástrofes durante 2005 refleja la robustez del mercado: a pesar de las importantes pérdidas provocadas por los huracanes durante el año 2004, la capacidad del merca-

do antes del huracán Katrina era suficiente debido a los buenos resultados obtenidos a lo largo de los años anteriores y después de las pérdidas asociadas a los huracanes Katrina, Rita y Wilma se demostró la eficiente relación establecida entre el reaseguro y los mercados de capital que repartieron más de 20.000 millones de dólares para cobertura catastrófica. Esta situación, en parte, fue consecuencia del creciente interés de los Hedge Funds en suscribir capital de reaseguradoras, tanto nuevas como existentes, y en asumir riesgo de suscripción directamente así como de la actuación de las nuevas formas de reaseguro start-ups. En la tabla 1 se muestra un listado de estas nuevas empresas de reaseguro que están operativas y que han aceptado negocio de suscripción a partir de las renovaciones de reaseguro realizadas a partir del 1 de enero de 2006. Entre los ramos de seguros que han suscrito dichas compañías se incluyen seguros y reaseguros de daños por catástrofes, daños por riesgo, retrocesión de daños, marina y energía y reaseguro de terrorismo.

Aproximadamente 6.400 millones de euros de capital salieron de estas nuevas compañías reaseguradoras y de los sidecar. La creación de estas nueve empresas en Bermudas supuso un aumento de capital en el mercado de 6.200 millones de euros desde principios de 2005, relativamente alto si se compara con los 6.880 millones de euros de aumento que han supuesto desde su creación a finales de 2001, las restantes 6 compañías start-ups ya existentes en el mercado.

Un sidecar es un vehículo con propósito especial en el cual una tercera parte implicada, los inversores privados tales como Hedge Funds, colaboran para proporcionar capacidad de suscripción extra de retrocesión de daños catastróficos y otras líneas de negocio de cola-corta, a los reaseguradores existentes. En la tabla 2 se muestra una relación de los últimos sidecar creados en el mercado de Bermudas.

La aparición del sidecar tiene la ventaja para el reasegurador patrocinador de que puede permane-

ESTUDIO

Tabla 1.

	Capital Apertura	Rating	Inversores	Líneas de Negocio
AMLIN BERMUDA	800 Mill €	A- (A S&P)	AMLIN PLC	Reaseguro de daños catastróficos regional e internacional.
ARIEL RE	800 Mill €	A-	Consortio dirigido por DON KRAMER que incluye THE BLACKSTONE GROUP, TEXAS PACIFIC, THOMAS H. LEE GROUP	Reaseguro de daños catastróficos.
ARROW CAPITAL	80 Mill €	SIN CLASIFICAR	GOLDMAN SACHS	Retrocesión de daños catastróficos colateral e ILW.
FLAGSTONE RE	440 Mill €	A-	LEHMAN BROS, HEVERFORD	Reaseguro de daños y de daños catastróficos, reaseguro de responsabilidad civil de cola-corta.
HARBOR POINT	1200 Mill €	A	CHUBB INC., STONE POINT CAPITAL LLC	Reaseguro de daños y responsabilidad civil.
HISCOX BERMUDA	400 Mill €	A-	HISCOX PCL	
LANCASHIRE	810 Mill €	A-	CAPITAL Z, CYPRESS, OCH ZIFF, MOORE CAPITAL, SAB CAPITAL, CRESTVIEW	Retrocesión de daños catastróficos, reaseguro excess-of-loss de marina y energía, seguro de daños por terrorismo y aviación.
NEW CASTLE RE	400 Mill €	A-	CITADEL	Daños catastróficos y daños por riesgo, terrorismo.
OMEGA SPECIALTY	120 Mill €	SIN CLASIFICAR	OMEGA PLC	Seguro y reaseguro de cola corta.
VALIDUS RE	800 Mill €	A-	AQUILINE CAPITAL, GOLDMAN SACHS, VESTAR, MERRILL LYNCH	Daños catastróficos, daños por riesgo, marina, energía, aviación, satélites, riesgo de guerra, terrorismo y otros ramos especiales de cola corta.

cer nominalmente en el mercado para negocios volátiles como la retrocesión, traspasando al sidecar, fuera de su balance, el negocio y su riesgo asociado y así como el capital adicional. Esta ventaja podría contrarrestarse por los altos costes de capital deri-

vados del negocio de reaseguro no valorado recuperable que adquieren. Un acuerdo típico de sidecar es utilizar un reaseguro cuota-parte plurianual para las líneas de negocio de cola corta seleccionadas de la cartera de la reaseguradora.

Tabla 2.

Compañía	Capital Apertura (millón euros)	Fundadores /Patrocinadores	Líneas de Negocio
Cyrus Re	400	Highfields Capital/ XL	Exceso de pérdidas de daños catastróficos
Flatiron Re	204	Arch Capital Group	Cuota parte de daños catastróficos exclusivamente de Arch Re Ltd
Rockridge Re	73	West End Capital / Montpelier	Asume niveles de riesgo elevados y riesgos de cola corta de Montpelier
Blue Ocean	240	Montpelier	Retrocesión de la cartera de Montpelier

Los sidecar introdujeron otros 1.200 millones de dólares de financiación a través de fondos de crédito, Hedge Funds, suscripción pública y recursos financieros corporativos existentes.

CONCLUSIONES

El término Hedge Fund hace referencia a una mezcla de conceptos entre los que se incluye al conjunto de vehículos de inversión alternativa que posibilita un mayor grado de libertad, en cuanto a la cobertura del riesgo o en cuanto a su concentración, en la gestión del patrimonio. Estos instrumentos se configuran normalmente como sociedades privadas que cuentan con un número reducido de partícipes y en las cuales el gestor, que suele tener una participación personal significativa en el capital social, es libre para operar en una amplia gama de mercados y para utilizar estrategias de inversión asumiendo diferentes grados de apalancamiento. En los últimos años, se ha acentuado el conocimiento de esta industria por diversas razones entre las que cabe destacar el gran volumen de activos que gestiona, la gran

variedad de estrategias que maneja, los importantes rendimientos obtenidos en los últimos años y su creciente importancia para comprender la dinámica de los mercados financieros y sus crisis recientes. La mayoría de los fondos se estructuran de forma que evitan cualquier tipo de regulación lo que les dota de gran flexibilidad en la implementación de sus estrategias a cambio de una importante falta de transparencia por parte de la industria.

El gran incremento experimentado en el número de fondos últimamente, el importante y creciente volumen de activos gestionados, la posibilidad de ajustar rentabilidades al riesgo asociado a los mismos junto a los problemas del mercado tradicional de negociación de acciones, hacen de los fondos de cobertura el vehículo de inversión alternativa con más posibilidades de expansión y trascendencia en los próximos años.

Las estrategias utilizadas para invertir en Hedge Funds tienen como objetivo maximizar la ratio riesgo-rentabilidad. La estrategia de inversión ideal no existe, el fondo invertirá en aquella que le proporcione mayores rendimientos en función del riesgo que el inversor esté dispuesto a asumir.

La capacidad de estos instrumentos para reemplazar o sustituir las fuentes tradicionales de capital para el reaseguro no está del todo clara, co-

mo tampoco lo está si su presencia en el mercado asegurador será perjudicial o no. Aunque el nivel de actividad mostrado por los Hedge Funds en el mercado de retrocesión ha ido en aumento en los últimos años, todavía no se acerca al nivel de influencia necesario para cambiar las características de dicho mercado o su dinámica.

El Reaseguro Colateral tiene ventajas e inconvenientes pero en cualquier caso puede ayudar a mitigar la preocupación de quienes lo compran sobre la seguridad de la contrapartida que interviene en la cobertura a pesar de tener precios relativamente elevados. La volatilidad, el enfoque cuantitativo y la naturaleza cíclica del reaseguro catastrófico pueden converger con los estilos de inversión de los Hedge Funds. Además estos fondos proporcionan un tipo de capacidad que no está correlacionada con los riesgos del sector reasegurador tradicional, lo cual debe ser considerado como una ventaja adicional sobre todo en el caso de que se produzca un gran suceso de dimensiones catastróficas.

REFERENCIAS

- ACKERMANN, C.; MCENALLY, R.; RAVENSCRAFT, D. The performance of hedge funds: risk, return and incentives. *The Journal of Finance*, Vol. 54, nº 3 pp. 833-874. (Jun., 1999).
- BENFIELD INDUSTRY ANALYSIS AND RESEARCH. BENFIELD GROUPLIMITED. Outrageous Fortune. Reinsurance Market and Renewals Review. Enero de 2005.
- [http://www.benfieldgroup.com/Media+ Centre/research+and+publications/index.htm#](http://www.benfieldgroup.com/Media+Centre/research+and+publications/index.htm#)
- BENFIELD INDUSTRY ANALYSIS AND RESEARCH. BENFIELD GROUPLIMITED. Reinsurance Market and Renewals Review. Swings and Roundabouts. Enero de 2006. [http://www.benfieldgroup.com/ media+centre/research+and+publications/2006renewalreport.pdf](http://www.benfieldgroup.com/media+centre/research+and+publications/2006renewalreport.pdf)
- CENTER FOR INTERNATIONAL SECURITIES AND DERIVATIVES MARKETS. The Benefits of Hedge Funds. 2005 Update. Junio 2005. [http:// cisdm.som.umass.edu/research/ pdffiles/benefitsofhedgefunds.pdf](http://cisdm.som.umass.edu/research/pdffiles/benefitsofhedgefunds.pdf)
- CHEEVER, P. M.; KEARY, R. A guide to understanding and using hedge funds. Rothschild Australia Asset Management Limited. [http:// www.access-economics.com.au/reports/aireport.pdf](http://www.access-economics.com.au/reports/aireport.pdf)
- GARCÍA SANTOS, M^a NIEVES. (2006). Hedge Funds y riesgo sistemático: una primera aproximación. *Estabilidad Financiera*, Nº 9, pp. 99-142 Banco de España.
- GEENWICHVAN. (2006) Raising the Power of Hedge Funds. Greenwich-Van hedge fund index performance at a Glance. Research January 23, 2006. www.vanhedge.com/pdf/vanindex.pdf
- MUCCILLI, F. C. Hedge Funds. Notas sobre los Fondos de Inversión Americanos. Marzo de 2001. http://www.bcr.com.ar/pagcentrales/publicaciones/images/pdf/Muccilli_Hedge%20Funds.pdf
- FUNG, W.; HSIEH, D. A. Performance characteristics of hedge funds and commodity funds: natural vs. spurious biases. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 35, nº 3, pp. 291-307. (sep., 2000).
- ROA, A.; BORRÁS, M.; RAMÍREZ, E.; MARDOMINGO, J. *Fondos Hedge. Conceptos y Estrategias*. Editorial Pirámide. 2004.