
Comparaciones con “ Hedge Funds”

Por **MEFF Renta Variable**

La crisis bursátil y el episodio del fondo LTCM han servido a un diario económico para contar de la siguiente manera la diferencia entre los “hedge funds” y los fondos españoles de inversión en renta variable:

“Un hedge fund es un fondo que no tiene más límites de inversión que el que marca su propio reglamento. Cualquier institución de inversión colectiva del mundo se encuentra sometida a una legislación específica, su política de inversiones está regulada bajo el control de la autoridad supervisora de cada país. Por ejemplo, un fondo de renta variable española tiene que mantener siempre un coeficiente mínimo de liquidez, su porcentaje invertido en acciones se tiene que mover en unos límites establecidos, debe guardar una diversificación de los títulos regulada por ley, etc., y ese fondo no podrá, sin informar previamente a los partícipes y a las autoridades, salir de Bolsa en un momento de crisis y nutrir su cartera de Letras del Tesoro”.

Aunque no cabe la menor duda que la verdadera intención del periodista era marcar distancias entre los dos tipos de fondos, lo cierto es que leyendo el texto cualquier inversor en fondos españoles de Renta Variable puede llegar a la conclusión, entre otras, de que estos fondos están obligados a invertir y a seguir invertidos en Renta Variable, y si la Bolsa baja no pueden hacer cosa alguna para mitigar la caída, como podría ser “vender las acciones y comprar Letras del Tesoro”, porque desde ese mismo momento dejarían de ser fondos de Renta Variable. El lector puede finalmente sentirse consolado porque el resto de partícipes en fondos de inversión en Renta Variable está en la misma situación, es decir le da la impresión que el gestor de fondos “no puede hacer nada” y por tanto, sólo queda esperar y confiar en que termine la tempestad.

Una cosa es cierta, la consolación masiva ayuda a superar mejor los malos momentos que si uno está solo en la peor de las tempestades, pero ha habido fondos de Renta Variable que sin dejar de serlo consiguieron mitigar la caída bursátil y podrían haber obtenido la rentabilidad de las Letras del Tesoro, es decir todo lo contrario a la afirmación realizada anteriormente.

Todos los fondos españoles de Renta Variable tienen las siguientes características:

- 1) El 70% o más del patrimonio del fondo, debe estar invertido en acciones: criterio de clasificación de la CNMV.
- 2) El fondo no puede tener una inversión en una acción que represente más del 10% del patrimonio: límite para evitar concentraciones.
- 3) Como mínimo, el 3% del patrimonio tiene que estar en liquidez: requisito pensado para tener siempre provisión de fondos para reembolsos.

Sin embargo debe decirse, con mucho énfasis, que casi todos los fondos españoles de Renta Variable tienen potestad muy amplia, por virtud de su propio reglamento, para el uso de instrumentos financieros que permitan precisamente "nutrir al fondo de Letras del Tesoro", es decir convertir temporalmente el comportamiento del fondo de Renta Variable en uno de Renta Fija sin que haya que vender las acciones y sin eliminarle de la calificación de fondo de Renta Variable. Esta posibilidad está al alcance de cualquier fondo y son varios los gestores que han hecho uso de esta facilidad.

Esta potestad reglamentaria para usar una amplia gama de instrumentos "no viene impuesta" por las autoridades, sino que son los gestores los que habrán de optar a ello porque así se lo permite su reglamento, previamente aprobado por la CNMV. La CNMV y la legislación española otorgan un amplísimo margen de maniobra en cuanto a los instrumentos a utilizar por los fondos españoles de inversión colectiva, de hecho es una de las legislaciones más abiertas en el mundo en este sentido, aunque a alguno le parezca lo contrario. Lo anterior se complementa con un estricto régimen de obligaciones informativas a los partícipes y la obligatoriedad de adoptar un riguroso control de riesgos.

Por lo tanto hagámonos las siguientes preguntas:

¿ENTONCES CÚAL ES LA DIFERENCIA ENTRE UN HEDGE FUND Y UN FONDO REGULADO POR LA CNMV?

Un fondo regulado por la CNMV no puede establecer compromisos por importe superior a su patrimonio, es decir, no se puede apalancar más de un 100% de su patrimonio, lo cual no quiere decir que un fondo español no pueda tener un beneficio hipotético superior al 100% de su patrimonio proveniente de una posición apalancada inferior al 100% de dicho patrimonio (típicamente esto se consigue con la compra de opciones); el hedge fund LTCM se apalancó al menos un 2.000%, es decir, estableció unos compromisos 20 veces por encima de su patrimonio. Dicho apalancamiento lo consiguió con préstamos y derivados. Por lo tanto la diferencia entre un hedge fund y un fondo español regulado por la CNMV no está en la "nula libertad" que tiene el fondo español para salirse de sus inversiones, por ejemplo Bolsa, versus la "absoluta libertad" del hedge fund, sino en el nivel de apalancamiento. Obviamente, el episodio tiene otras ramificaciones: la falta de control de riesgos en el tamaño de la posición y la nula previsión de la necesidad de financiación para garantías extraordinarias.

¿CÓMO PUEDE UN FONDO ESPAÑOL DE RENTA VARIABLE "SALIR DE BOLSA" SIN VENDER LAS ACCIONES Y NUTRIRSE DE LETRAS DEL TESORO?

La operación es sencillísima; una simple división permite a cualquier gestor nutrirse de Letras del Tesoro y así lo han hecho correctamente antes de la crisis, durante la crisis y lo podrán hacer una vez pasada la crisis.

¿DE QUÉ SE TRATA?

Vender futuros del IBEX.

¿CUÁNTOS FUTUROS?

Divida el patrimonio o cartera de Renta Variable por el valor nominal del futuro y obtendrá el número de contratos a vender; por ejemplo un fondo de Renta Variable de 1.000 millones de pesetas en los que el 80% está invertido en acciones y el 20% en Letras del Tesoro (ya se incluye el 3% del coeficiente de liquidez), con el futuro del IBEX por ejemplo a 9.500 (9.500.000 de pesetas), habría que hacer la siguiente división para saber los contratos que hay que vender:

$$800.000.000 \div 9.500.000 = 84,21$$

Redondeando habría que vender 84 contratos de futuro del IBEX, es decir, es como si vendemos la cartera a futuro manteniendo la cartera comprada de acciones.

A partir de este momento, pase lo que pase en Bolsa, todo lo que perdemos por una posición lo ganaremos por la otra, casi peseta a peseta: si la Bolsa baja un día un 3%, nuestras acciones valdrán menos 24 millones de pesetas (3 % de 800 millones) y además tendremos un abono por liquidación de los futuros vendidos por 24 millones; si la Bolsa subiese en un 3%, las acciones valdrían 24 millones más y habría un cargo por pérdida en los futuros de 24 millones; es decir se compensan los importes.

Si su cartera no coincide con la cartera del IBEX pueda ajustarla por la beta para igualarlas, pero como quiera que las betas pueden ser erráticas y además hay liquidaciones diarias positivas y negativas de los futuros vendidos, no deja de ser una norma prudente para una cartera diversificada hacer el cálculo sin betas y observar día a día la pequeña asimetría entre la liquidación de los futuros y el beneficio o pérdidas de las acciones, haciendo por tanto el ajuste oportuno con más o menos futuros.

Para hacer esta operación el fondo tiene que depositar garantías por valor de 850.000 pesetas por cada contrato vendido, es decir el fondo tiene que poner garantías por 71,4 millones (850.000 x 84 contratos). (Las garantías aumentaron de 500.000 a 600.000 pesetas el 28 de Septiembre y de esa cantidad a 850.000 desde el 5 de Octubre. A partir del próximo 4 de Enero el contrato IBEX pasará de un multiplicador de 1.000 pesetas a 10 euros, aproximadamente un incremento de 1,7 veces; el índice IBEX seguirá expresándose con el mismo número pero el valor nominal del contrato de futuros se incrementará.)

CÓMO OBTIENE EL FONDO LA RENTABILIDAD DE LAS LETRAS DEL TESORO?

Quizá sea esta la parte más misteriosa de comprender, lo cierto es que se entienda o no, el resultado final de obtención de la rentabilidad de las Letras del Tesoro es posible sin ningún género de dudas y, es más, en ciertos casos es posible que dicha rentabilidad sea superior a la de las Letras del Tesoro como se verá más adelante.

Para entender cómo se obtiene la rentabilidad debe comprenderse una fórmula sencilla sobre cómo se calcula el precio teórico del futuro:

Futuro Teórico = Valor IBEX Ahora + Financiación a tipos de Letras del Tesoro - Dividendos del IBEX.

La fórmula dice literalmente que a un inversor le debe ser indiferente comprar contado hoy que comprarlo en la fecha de vencimiento del futuro a su precio teórico, siendo, la diferencia el tipo de interés libre de riesgo, es decir, el tipo de interés de la Letra del Tesoro a ese plazo.

¿Cómo calculamos el precio del futuro de IBEX a 30 días, si el IBEX ahora está a 9.450 puntos, las letras al 3,8 % durante esos treinta días y todas las acciones del IBEX van a pagar en ese periodo dividendos por un valor de 5 puntos de IBEX y cada punto vale 1.000 pesetas?

$9.475.000 = (9.450 \times 1.000 \text{ ptas. cada punto}) + (9.450.000 \times 0,038 \div 12) - (5 \times 1.000 \text{ ptas.})$

Por lo tanto, el valor del futuro teórico será 9.475. Ahora bien el mercado es soberano y puede marcar los precios por encima o por debajo de la diferencia constante que debe de haber ese día entre el IBEX actual y el IBEX a futuro, en este caso, 25 puntos (9475-9450). Esta diferencia se llama la "base" y cada día, esta diferencia se va estrechando hasta llegar al día de vencimiento en el que se igualan ambos números y se hace cero.

A partir de hoy si Ud. quiere saber "qué está haciendo la Bolsa", además de obtener la típica respuesta de "sube, baja o se mantiene", pida que le diga, si el futuro está cotizando por encima o por debajo del valor teórico y en cuántos puntos, solo así tendrá una visión más completa de lo que realmente está sucediendo porque la Bolsa puede estar subiendo pero el futuro puede estar cotizando por debajo de su valor teórico (posible bajada) y la Bolsa puede estar bajando y el futuro puede estar cotizando por encima de su valor teórico (posible subida).

Llegado a este punto, verá en la expresión mencionada más arriba que el valor del futuro del IBEX sería igual al del IBEX ahora si no fuera por la suma de interés de la Letras con los dividendos. Como con el futuro de IBEX vendemos la cartera a futuro, lo que realmente sucede es que también vendemos (ingresamos) no sólo nuestra cartera sino también el interés de las Letras menos los dividendos, y este "exceso" en los ingresos es lo que nos permite "nutrirnos de Letras del Tesoro".

¿CUÁNDO HAY QUE VENDER FUTUROS DEL IBEX?

Como con cualquier otro producto financiero hay que procurar vender cuando está sobrevalorado y esto es directamente observable. Típicamente cuando la Bolsa sube, el futuro se adelanta y se sobrevalora y cuando la Bolsa baja el futuro también se adelanta y se infravalora. Durante la crisis bursátil, hubo muchos días de subidas bruscas y por tanto de sobrevaloración; en esos momentos es cuando habría que vender; si vendemos futuros sobrevalorados obtendremos una rentabilidad en el fondo superior a las Letras del Tesoro.

¿CUÁL ES LA PARTE DIFÍCIL DE ESTA HISTORIA?

Lo que no puede pedir el partícipe al gestor es que acierte vendiendo futuros cada vez que "sepa" que la Bolsa va a bajar. En general los fondos españoles de Renta Variable no batan al IBEX en periodos alcistas, pero aguantan mejor que éste en las bajadas. Sólo los fondos que replican al IBEX se comportan exactamente igual que éste.

En la próxima entrega contaremos la metodología de cómo un fondo puede replicar al IBEX con acciones, futuros y opciones de una forma muy sencilla, como se puede superar el límite del 10% invertido en una acción y como el 3% de coeficiente de liquidez se puede sintetizar en una inversión bursátil.

CONCLUSIONES

En momentos de crisis los fondos españoles de renta variable pueden salirse de Bolsa, total o parcialmente, y replicar la rentabilidad de Letras del Tesoro sin tener que vender las acciones y sin perder la clasificación de fondo de renta variable; lo único que hay que hacer es vender futuros del IBEX.

A la inversa, los fondos españoles de renta fija pueden salirse de la misma y comprar Bolsa total o parcialmente sin tener que desprenderse de la renta fija y sin perder la clasificación de fondo de tal categoría; lo único que hay que hacer es comprar futuros del IBEX, y si quieren eliminar totalmente el riesgo de la renta fija, deberán vender futuros del bono.

Las ventajas de hacerlo así son que es más rápido, más líquido, más exacto, conlleva menores comisiones y menor diferencial de compra y venta.

En este documento se ha evitado mencionar la palabra cobertura; realmente se ha querido demostrar cómo se puede cambiar el perfil de un fondo, entrando y saliendo de Bolsa sin tocar la cartera de renta fija o variable y sin perder la clasificación original del fondo.

Para más información leer los siguientes documentos:

- *BATIR AL IBEX*
- *COMO DOS GOTAS DE AGUA*
- *ABUELA, COMPRA UNA CARTERA DE ACCIONES QUE, EN EL PEOR DE LOS CASOS, SE COMPORTE COMO UN FIAMM.*