

HEDGE FUNDS: ¿EL FIN DE UNA ERA?

El presente artículo tiene por objetivo revisar la reciente publicación de Bollen, Joenvaara y Kaupilla (FJA, 2021) denominada *Hedge Funds Performance: End of an Era?* Más allá de que los autores logran identificar los factores que han condicionado el desempeño de esta clase de activos en los últimos años, el artículo permite extraer importantes conclusiones en materia de conformación de portafolios y selección de vehículos de inversión, destacando la contribución que los fondos de cobertura o *Hedge Funds* pueden generar en inversionistas más aversos al riesgo de mercado.

Por Cristóbal Doberti, CFA

Los activos alternativos han enfrentado un creciente interés por parte de los inversionistas durante los últimos años. Lo anterior, en la medida que su incorporación a los portafolios de inversión ha conseguido complementar el desempeño de las clases de activos tradicionales mediante la reducción de su riesgo o volatilidad y contribuido a la generación de retornos más competitivos y estables en el tiempo.

Los fondos de cobertura o *Hedge Funds* disfrutaron de un gran interés por parte de los agentes del mercado de forma previa a la última crisis financiera, en la medida que satisfacían bastamente las características antes mencionadas. Sin embargo, en la última década distintas encuestas de mercado han denotado la menor atención de los inversionistas por esta clase de activo, en la medida que no han logrado satisfacer sus expectativas en materia de desempeños.

En esta línea, los autores Bollen, Joenvaara y Kaupilla (2021) dan vida a un interesante artículo enfocado en validar para EE.UU. la expectativa de moderación del desempeño de los fondos de cobertura con el paso del tiempo, las causas que estarían detrás de este comportamiento y la posibilidad de compensar dicha tendencia con la capacidad de los inversionistas de seleccionar gestores que generen un valor agrado de manera persistente.

Los resultados expuestos terminan siendo sorprendentes, no sólo por las conclusiones en torno al comportamiento de la clase de activos en si misma, sino que además por las lecciones obtenidas en

materia de construcción de portafolios y selectividad de vehículos de inversión.

Hedge Funds: ¿una década perdida?

Es bastante extensa la literatura que evidencia la moderación de desempeño por parte de los *Hedge Funds* durante los últimos años. Dicha situación, más allá de una evidencia estadística, se caracteriza por ser de gran interés para la industria financiera considerando que, según Bollen et al (2021), cerca de US\$ 5 billones se encontrarían invertidos en este tipo de activos.

En línea con los objetivos planteados inicialmente por los autores, el estudio da cuenta de dos hechos relevantes en materia de desempeño de los fondos de cobertura. Por un lado, logran confirmar que su competitividad ha venido moderándose durante las últimas décadas, mientras que, por otro, existiría un importante punto de quiebre hacia fines del año 2007.

Basado en un análisis comparativo entre un portafolio *Equally Weighted* compuesto por el principal indicador de renta variable de EE.UU., el S&P500, y un indicador genérico de la renta fija en dicho país (*Vanguard Total Bond Market Index fund*) y una cartera que incorpora a los fondos de cobertura o *Hedge Funds* en un 20%, dan cuenta del deterioro que estos últimos han presentado desde comienzos de 2008 en materia de retornos.

Específicamente, los autores destacan que, de forma previa al año 2007, el portafolio que incorpora a los

fondos de cobertura consigue obtener un desempeño ajustado por riesgo bastante más competitivo que aquel que no cuenta con este tipo de activos. Lo anterior, sería el resultado de una disminución significativa en la volatilidad de la cartera, no obstante que también consigue obtener retornos algo superiores a su comparativo.

Sin embargo, de forma posterior a dicho momento los resultados tienden a diferir. En particular, los autores reportan que, si bien el portafolio que incorpora *Hedge Funds* conserva su característica de diversificación de riesgos, esta vez se registra un retorno lo suficientemente inferior como para que la medida de eficiencia *Sharpe Ratio* se mantenga en niveles similares al portafolio *Equally Weighted*. Estos resultados, llevan a los autores a destacar la pérdida de competitividad que en general este tipo de activos ha presentado en los últimos años en materia de retornos.

Política monetaria no convencional, Dodd-Frank y una industria más competitiva

Si bien los autores destacan que la pérdida de competitividad de los fondos de cobertura se ha enmarcado en un proceso continuo, logran identificar un notorio punto de inflexión hacia fines del año 2007, tal como mencionamos anteriormente. Más aún, se aventuran en identificar los factores que podrían explicar dicho quiebre, los cuales, por su naturaleza, en algunos casos podrían persistir hacia los próximos años.

i. El impacto de las medidas de política monetaria no convencional: Tras la irrupción de la gran crisis financiera, los principales bancos centrales del mundo terminaron por innovar en materia de herramientas de política monetaria destinadas a contener las presiones sobre los mercados financieros. Aunque estas medidas lograron contener dichas fricciones, han terminado por impactar el comportamiento de los mercados, en la medida han generado una mayor correlación de retornos entre las distintas clases de activos y una menor volatilidad. Así, acorde a los autores, estas últimas se han transformado en un impedimento para que los fondos de cobertura pudieran explotar las oportunidades de mercado.

ii. Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor, Ley Dodd Frank: Luego de los estragos generados por la gran recesión, la administración del presidente de EE.UU. Barack Obama propuso revisar la regulación financiera del país, implementando una nueva legislación que imponía una mayor restricción y autocontrol sobre los agentes del mercado, situación que habría tenido impactos en el desempeño de los *Hedge Funds*. De hecho, autores como Cumming et al (2020) destacan que el requerimiento de mayores políticas de cumplimiento por parte de las gestoras los llevaría a incurrir en costos adicionales evaluados en cerca de US\$ 150.000 al año, al mismo tiempo que según Bollen et al (2021) la nueva regulación desincentivaría algunas prácticas de *misreporting*, situación que en el pasado habría generado un desempeño más estable de algunos de dichos fondos.

iii. Mayor competitividad de la industria de Hedge Funds: Un último factor considerado por los autores que explicaría su menor desempeño tiene relación con el tamaño de la industria de los fondos de cobertura. En particular, en la medida que ésta se ha incrementado en el tiempo, el exceso de retorno obtenido por dichos vehículos se ha comprimido. Esto, en la medida que la mayor competitividad de la industria ha conseguido generar menores posibilidades para explotar oportunidades en el mercado.

Si bien una vez finalizada la actual crisis sanitaria es esperable que los principales bancos centrales del mundo moderen sus programas de compra de activos, la mayor regulación implementada y la competitividad en la industria de fondos de cobertura serán factores que probablemente persistirán en el tiempo, lo que genera desafíos para las gestoras que participan de esta industria.

En base a la evidencia mencionada, ¿es una clase de activos valiosa para un portafolio?

Una de las inquietudes más inmediatas que un inversionista puede tener al revisar la estadística mencionada estaría relacionada con la utilidad de incorporar *Hedge Funds* en un portafolio de inversión. De hecho, en materia de desempeño histórico, la evidencia da cuenta del deterioro que éste ha sufrido durante los últimos años.

Sin embargo, es quizás en este punto en donde Bollen et al (2021) proveen una de las contribuciones más valiosas a los agentes de mercado. Aunque la estadística revisada da cuenta que el retorno de los fondos de cobertura ha disminuido en los últimos años, su capacidad de contribuir a la diversificación de un portafolio persiste. Esto, en la medida que, al incorporarlos a un portafolio, estos activos consiguen moderar su volatilidad del mismo, llevando a indicadores de retorno ajustado por riesgo a niveles comparables a aquellos que no lo hacen, incluso en la década menos competitiva para esta clase de activos.

Es justamente en base a lo anterior que lleva a los autores a analizar el nivel de satisfacción que proveen este tipo de activos a inversionistas con distintos perfiles de riesgo. Así, mediante una función de utilidad, los autores destacan el detrimento en aquellos agentes más dispuestos a asumir riesgos, en la medida que la pérdida de competitividad genera resultados no deseados en materia de retornos finales. Si embargo, inversionistas con mayor aversión al riesgo valorarán con mayor intensidad la capacidad de diversificación y de moderación de riesgo de los *Hedge Funds*, siendo finalmente un activo deseado a ser incorporado en sus portafolios de inversión.

En busca de la persistencia en la generación de valor

En la industria de fondos tradicionales, los autores mencionan que una de las críticas que la literatura ha deslizado tiene relación con las dificultades que presentan algunas gestoras para generar excesos de retorno persistentes en el tiempo.

Sin embargo, mencionan que esta evidencia no se materializaría con la misma frecuencia en los fondos de cobertura, principalmente debido a dos características distintivas. En primer lugar, la opacidad de la estrategia de inversión seguida por los managers de esta industria dificultaría que los actores incumbentes pudieran replicar sus desempeños, mientras que, por otro, existiría una adecuada alineación de incentivos en materia de remuneraciones.

Lo anterior, de confirmarse, se transformaría en un punto relevante a tomar en cuanto a la luz del desempeño histórico mencionado para la clase de

activo. Esto, en la medida que, si bien el retorno de este tipo de fondos podría haber perdido competitividad en el agregado, los autores se aventuran en mencionar que una buena selección de managers podría contrarrestar dicha evidencia.

Para esto, presentan indicadores utilizados en la industria financiera para predecir la competitividad de un vehículo de inversión, los cuales pueden ser agrupados en aquellos que se basan en la capacidad de un administrador de adelantar cambios en el comportamiento del mercado, habilidades generales para obtener excesos de retorno de mercado persistentes e indicadores vinculados a alineación de incentivos.

Más allá de que los autores destacan en sus análisis que los indicadores que permiten generar una mejor selectividad de fondos de cobertura estarían relacionados a aquellos que rescatarían la capacidad de obtener un exceso de valor en el pasado (alfa) o serían capaces de predecir cambios en el ciclo de crecimiento, es interesante destacar tres conclusiones que desde dicha evidencia sería posible extraer.

En primer lugar, es importante resaltar la importancia de contar con criterios rigurosos que nos permitan seleccionar fondos que puedan sostener su valor agregado en el tiempo, en la medida que el artículo confirmaría la capacidad de persistencia por parte de las gestoras en este segmento. Por otra parte, los resultados destacados por los autores dan cuenta que los atributos deseados para los inversionistas más aversos al riesgo de mercado terminan incluso fortaleciéndose con estas prácticas, en la medida que consiguen obtener mejores resultados en lo que respecta al desempeño deseado de un portafolio diversificado. Por último, y quizás más sorprendente aún, los resultados dan cuenta que es posible mejorar el perfil de riesgo de una cartera vía disminución de la volatilidad incluso en base a una selección aleatoria de *Hedge Funds* tal que permita generar una buena diversificación entre ellos.

Implicancias en materia de educación financiera

Hace más de 30 años Brinson, Hood y Beebower (1986) destacaban en su artículo fundacional denominado “Determinantes del retorno de una

cartera” la importancia de comprender la estructura inicial de un portafolio de inversión, en la medida que dicho punto de partida condicionará en gran medida el éxito de alcanzar los objetivos financieros planteados.

Más allá del reciente comportamiento que han registrado los fondos de cobertura y los factores que podrían explicarlo, el artículo publicado por Bollen et al (2021) entrega una gran lección en materia de educación financiera. Aunque el retorno de los *Hedge Funds* ha presentado una moderación en la última década, su capacidad de diversificar riesgos en un portafolio se mantiene intacta.

Si bien para inversionistas que buscan alcanzar retornos superiores esta clase de activos podría enfrentar ciertos desafíos, aquellos menos dispuestos a exponerse a riesgo de mercado encontrarán deseable la característica destacada. Así, en la medida que parte los factores que han generado un cambio en la tendencia de retornos de esta clase de activos pudiera persistir, es importante entender los objetivos para los cuales se construirá un portafolio de inversión y los tipos de activos que serán adecuado para incrementar la probabilidad de alcanzarlos.

Por último, más allá de los desafíos de generar excesos de retorno persistentes en el tiempo, contar con herramientas que nos permitan obtener una buena selectividad de vehículos de inversión termina por producir resultados favorables en materia de un portafolio de inversión, especialmente en donde la evidencia sugeriría que existiría persistencia en sus retornos.

Revisión literaria

Bollen, N., Joenvaara, J. and Kauppila, M (2021), “Hedge Funds Performance: End of an Era?”, *Financial Analysts Journal*.

Brinson, G., Hood, L. and Beebower, G. (1986), “Determinants of Portfolio Performance”, *Financial Analysts Journal*.

Cumming, D., Dai, N., and Johan, S. (2020). “Dodd-Franking the Hedge Funds.” *Journal of Banking & Finance*.

