



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ANÁLISIS DE LA NATURALEZA, ROL E IMPACTO EN LA ECONOMÍA DE LOS *HEDGE FUNDS*

Autora: Clara de Soto Vergara
Director: Pablo Blanco Juárez

Clave: 21802050

RESUMEN

Este trabajo de investigación analiza los *hedge funds* también conocidos como fondos de cobertura. El objetivo es realizar un estudio teórico de estos fondos, ahondando en aquellos denominados *special situations*, y finalmente, analizar el impacto que tienen en la economía.

El trabajo comienza con un capítulo teórico en el que, en primer lugar, se analizan los fondos de inversión en términos generales hasta aterrizar en los *hedge funds*, un tipo concreto de fondos de inversión. Se prosigue con una investigación sobre los *hedge funds* y su evolución desde la creación del primer fondo de este tipo en 1949. Se exponen las ventajas y riesgos que estos fondos presentan con respecto a los convencionales, y se realiza una clasificación de los distintos tipos según la estrategia de inversión que empleen. La sección teórica finaliza con una profundización en los fondos *special situations*, un subtipo de fondo de cobertura.

El siguiente capítulo investiga el impacto de estos fondos en la economía. Primero se estudia la influencia de los *hedge funds* en los mercados de valores, y se razona por qué aumentan tanto la eficiencia de los mercados como su volatilidad. A continuación, concerniente a los fondos *special situations*, pese a la imagen pública negativa que poseen debido a sus prácticas agresivas y poco éticas, en el trabajo se expone cómo estos fondos también aportan múltiples beneficios a la economía gracias a su disposición a asumir riesgos mediante la adquisición de instrumentos financieros de entidades que se encuentran cerca de la bancarrota.

Finalmente, se presentan casos específicos para ilustrar el impacto de los *hedge funds*. El primero de ellos explica la influencia que ha tenido el informe publicado por el fondo bajista Gotham City Research en el precio de cotización de la farmacéutica catalana Grifols. El segundo caso que se menciona es sobre la compra de deuda soberana argentina por parte de los fondos *special situations* y sobre cómo llevaron a la nación sudamericana ante los tribunales de Nueva York. Finalmente, se presenta el caso de la compañía siderúrgica Celsa y se describe cómo la Reforma del texto refundido de la Ley Concursal española ha permitido que los fondos *special situatios* acreedores de la compañía le hayan impuesto un plan de reestructuración homologado a los socios de la empresa, y les hayan impuesto la capitalización de la deuda produciéndose un cambio de propietarios de la siderúrgica.

A modo de cierre del trabajo de investigación he aportado mi percepción sobre los hedge funds y los fondos special situations basada en el estudio previo realizado.

Palabras clave: fondos de inversión, *hedge funds*, fondos de cobertura, fondos *special situations*.

ABSTRACT

This research paper analyzes hedge funds. The objective is to carry out a theoretical study of these funds, delving into those called special situations, and finally, to analyze the impact they have on the economy.

The paper begins with a theoretical chapter in which, first of all, investment funds are analyzed in general terms until landing on hedge funds, a specific type of investment funds. It continues with an investigation of hedge funds and their evolution since the creation of the first fund of this type in 1949. The advantages and risks that these funds in comparison to conventional funds are presented, and a classification is made of the different types according to the investment strategy they employ. The theoretical section ends with an in-depth study of special situations funds, a subtype of hedge fund.

The next chapter investigates the impact of these funds on the economy. First, the influence of hedge funds on the stock markets is studied, and it is reasoned why they increase both the efficiency of the markets and their volatility. Then, concerning special situations funds, despite the negative public image they have due to their aggressive and unethical practices, the paper shows how these funds also bring multiple benefits to the economy thanks to their willingness to take risks by acquiring financial instruments from entities that are close to bankruptcy.

Finally, specific cases are presented to illustrate the impact of hedge funds. The first of these explains the influence of the report published by the bearish fund Gotham City Research on the share price of the Catalan pharmaceutical company Grifols. The second case mentioned is about the purchase of Argentinean sovereign debt by special situations funds and how they took the South American nation to court in New York. Finally, the case of the steel company Celsa is presented and it is described how the reform of the Spanish bankruptcy law has allowed the company's creditors to impose a restructuring plan, and they have imposed the capitalization of the debt, resulting in a change of ownership of the steel company.

In closure of the research work, I have provided my perception of hedge funds and special situations funds based on the previous study carried out.

Key words: investment funds, hedge funds, hedge funds, special situations funds.

Índice de la memoria

<i>Índice de la memoria</i>	5
<i>Índice de figuras</i>	6
<i>Índice de tablas</i>	6
Capítulo 1. Introducción	7
1.1 Objetivos	7
1.2 Metodología.....	8
1.3 Estructura del trabajo.....	8
Capítulo 2. Análisis Teórico y Entendimiento de los Hedge Funds	11
2.1 Introducción a los Fondos de Inversión.....	11
2.1.1 Ventajas de los fondos de inversión	11
2.1.2 Riesgos de los Fondos de Inversión	13
2.1.3 Tipos de fondos de Inversión.....	13
2.2 Análisis de la Naturaleza de los Hedge Funds	17
2.2.1 Origen y Situación Actual de los Hedge Funds.....	17
2.2.2 Características de los Hedge Funds.....	19
2.2.3 Clasificación de los Hedge Funds.....	21
2.3 Fondos Special Situations	23
2.3.1 Mecanismo de Operación de los Fondos Special Situations.....	23
2.3.2 Activos Objetivos de los Fondos Special Situations.....	25
Capítulo 3. Investigación del Impacto de los Hedge Funds en la Economía	28
3.1 Impacto de Los Hedge Funds en los Mercados de Valores.....	28
3.2 Impacto de los Fondos Special Situations	30
3.3 Análisis de Casos Específicos de Impacto de los Hedge Funds.....	33
3.3.1 Impacto de Gotham City Research en Grifols.....	33
3.3.2 Casos de los Fondos Special Situations que compraron Deuda Soberana argentina	35
3.3.3 Los Fondos Acreedores Toman el Control de Celsa.....	37
Capítulo 4. Conclusiones	40
Capítulo 5. Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado	43

Índice de figuras

Gráfico 1: Crecimiento de los hedge funds (incluye los fondos de fondos; no incluye los asesores de comercio de materias primas). Fuente: The Handbook of Alternative Investments.....	18
Gráfico 2: Valor de los activos gestionados por los hedge funds en el mundo de 1997 a 2023. Fuente: Elaboración propia con los datos de Statista	18
Gráfico 3: Cantidad de activos gestionados en millones de dólares de los hedge funds más grandes de 2023. Fuente: Elaboración propia con los datos de HedgeLists.....	19
Gráfico 4: Capital invertido en distressed debt. Fuente: Private Debt Investor	32
Gráfico 5: Cotización de Grifols en los últimos tres meses. Fuente: Estrategias de Inversión	35

Índice de tablas

Tabla 1: Principales fondos special situations. Fuente: Private Debt Investors	25
Tabla 2: Ratings según las tres principales agencias. Fuente: The Association of Corporate Treasurers.....	27

Capítulo 1. INTRODUCCIÓN

1.1 OBJETIVOS

El presente trabajo tiene como objetivo principal realizar un estudio de los *hedge funds*, profundizando en los fondos *special situations*, y finalmente, analizar el impacto que estos tienen en la economía.

Con el fin de alcanzar este objetivo primordial, el proyecto se ha dividido la obtención de lo siguientes objetivos específicos:

- Estudiar qué son los fondos de inversión en general, las ventajas que presenta la inversión colectiva, y los riesgos a los que es inherente. Realizar una clasificación de los fondos de inversión convencionales, así como mencionar la existencia de los fondos cotizados y de inversión libre.
- Analizar la evolución de los *hedge funds* o fondos de cobertura desde el primero creado en el año 1949 por Alfred Winslow Jones. Explicar las ventajas que presentan frente a los fondos tradicionales, y los riesgos específicos que les afectan de forma más concreta. Finalmente, distinguir los diferentes tipos de fondos de cobertura que existen según el tipo de estrategia que implementan.
- Entender la forma en la que operan los fondos *special situations*, un tipo concreto de fondos de cobertura, y mencionar los distintos tipos de activos en los que invierten.
- Investigar el impacto que tienen tanto los *hedge funds* que invierten en empresas cotizadas como los fondos *special situations*.
- Ilustrar el impacto de los fondos mediante casos específicos.

1.2 METODOLOGÍA

Para alcanzar los objetivos previamente planteados, se desarrolla una metodología estructurada. En primer lugar, una investigación intensiva sobre los fondos de inversión, basada en diversas fuentes fiables, así como de estudios académicos ya existentes. Se prosigue con una minuciosa búsqueda sobre la naturaleza de los *hedge funds* o fondos de cobertura, estudiando su origen y evolución, explorando los diferentes tipos que se pueden diferenciar, y analizando las estrategias de inversión que estos emplean y cómo difieren de los fondos de inversión convencionales. Por último, se realiza un estudio centrado en un tipo de *hedge funds* concreto, los fondos *special situations*. Esta primera sección teórica está basada en recursos publicados tanto en español como en inglés de instituciones relevantes como la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV), o entidades como London School of Economics and Political Science.

La segunda parte del trabajo evalúa el impacto que tienen los hedge funds en la economía. Este estudio se realiza a diferentes niveles, en primer lugar, a un nivel macroeconómico, el impacto en el mercado financiero, y posteriormente el impacto en empresas específicas. Con el objetivo de ilustrar de la forma más completa y correcta el impacto de estos fondos, se han examinado estudios de casos relevantes y recientes publicados en periódicos de carácter financiero, informes publicados y análisis de despachos de abogados de gran prestigio como Uría Menéndez.

1.3 ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El estudio se divide en dos partes principales, con el fin de lograr los objetivos anteriormente citados.

En primer lugar, un análisis teórico que comienza con el entendimiento de los fondos de inversión, empleando información publicada por la Comisión Nacional de Mercado de Valores y la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), y el BBVA. En el análisis se explica la estructura organizativa de los fondos, las ventajas que estos tienen para sus inversores, y los riesgos a los que son inherentes los fondos de inversión. Esta sección finaliza con la clasificación de los fondos convencionales de inversión en: fondos de renta variable, de renta fija, mixtos,

monetarios, de fondos, de retorno absoluto, garantizados, y de rentabilidad objetivo. Adicionalmente, se mencionan los fondos cotizados y los fondos de inversión libre a pesar de que no operen como los fondos convencionales.

A continuación, se ahonda en los fondos de inversión libre, y se resume la evolución que han tenido los fondos de cobertura desde que Alfred Winslow Jones creara el primero en 1949, hasta la actualidad. Se expone las ventajas que estos fondos presentan frente a los fondos convencionales, y se detalla qué riesgos afectan de manera más concreta a este tipo de fondos. Por último, se clasifican los *hedge funds* según su estrategia de inversión diferenciando tres grupos: (i) aquellos que emplean estrategias de valor relativo o arbitraje, (ii) los que siguen estrategias de acontecimientos corporativos también conocido como *event driven*, y (iii) los que llevan a cabo estrategias oportunistas o direccionales.

La primera sección finaliza con la descripción de un tipo concreto de fondos de cobertura, los fondos *special situations*. Se explican los tipos de activos financieros en los que invierten estos fondos, y se menciona que estos fondos poseen una mala reputación debido a los métodos legales agresivos que emplean contra los países o empresas en las que han invertido para obligarles a cumplir con el pago total de la deuda.

La segunda parte del trabajo se centra en la investigación del impacto que estos fondos tienen en la economía.

Se comienza con el estudio de la capacidad que tienen los *hedge funds* de influir en las empresas cotizadas. Se menciona como debido al cuantioso capital que estos fondos invierten en sus operaciones y la influencia que poseen en la percepción de otros inversores, tienen el poder de alterar el precio de la acción en Bolsa. Además, aportan liquidez y transparencia al mercado, y ayudan a que el precio de cotización de las acciones de las empresas refleje el verdadero valor que tienen. No obstante, esta influencia también tiene la desventaja de que proporciona volatilidad al mercado.

Se continúa con el análisis de los beneficios y perjuicios que los fondos *special situations* tienen en la economía. En cuanto a los beneficios se cita como estos agentes financieros estimulan la implementación de estructuras de capital más eficientes y conductas financieras responsables, también son proveedores de liquidez, aunque se centran en mayor medida en mercados secundarios de deuda en dificultades. Relacionado con los perjuicios que estos fondos generan, en la sección se describen diversos casos en los que

se demuestra que operan sin ningún tipo de escrúpulo, simplemente preocupados por obtener el mayor beneficio para ellos mismos.

Finalmente, se exponen casos específicos de impacto de los *hedge funds* en diversas situaciones. El primero de ellos es el caso Grifols, con el que se demuestra cómo el *hedge fund* Gotham City Research hizo que el precio de la acción en Bolsa de la farmacéutica catalana se desplomara tras la publicación de un informe que acusaba a la empresa de la manipulación de sus cuentas. El segundo caso que se menciona es el de Argentina vs los fondos *special situations*, este caso se hizo realmente popular, ya que demandaron a la nación antes los tribunales de Nueva York en 2005, y hasta 2016 no se puso fin al litigio judicial. El último caso expuesto es el de la compañía siderúrgica catalana Celsa y se describe como los fondos *special situations* que adquirieron gran parte de la deuda de esta empresa en el mercado secundario, han estrenado la reforma de la ley concursal española y han logrado quedarse con el 100% de la compañía.

Por último, el trabajo se cierra con una opinión personal sobre los *hedge funds* y los fondos *special situations* fundamentada en la investigación realizada.

Capítulo 2. ANÁLISIS TEÓRICO Y ENTENDIMIENTO DE LOS *HEDGE FUNDS*

2.1 INTRODUCCIÓN A LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Un fondo de inversión es una Institución de Inversión Colectiva (IIC), es decir, un conjunto de capital sin personalidad jurídica, cuyos propietarios son varias personas físicas denominadas **partícipes**, que, al aportar capital a dicho fondo, obtienen en contrapartida participaciones. El fondo lo dirige una **sociedad gestora** que determina los activos financieros que van a constituir la cartera del fondo, estos pueden ser de renta fija, variable, depósitos bancarios... La **entidad depositaria** es la que custodia el capital del fondo, y adicionalmente tiene la responsabilidad de supervisar el modo de actuación de la sociedad gestora, velando siempre por el beneficio de los partícipes. La rentabilidad que le corresponde a cada partícipe depende de la proporción del fondo que posea. (CNMV, s.f.-c)

Algunos conceptos claves para comprender los fondos de inversión son los siguientes: el **patrimonio del fondo** es la suma de todas las aportaciones realizadas por los inversores participantes. El **valor liquidativo** de cada participación se obtiene dividiendo el patrimonio del fondo entre el número de participaciones, y es el valor que tienen estas en el mercado. El patrimonio del fondo fluctúa por dos motivos principales: En primer lugar, los inversores tienen la facultad de entrar o salir del fondo según consideren conveniente, por lo que el número de participaciones es variable. La adquisición de participaciones es un procedimiento conocido como **suscripción**, mientras que la enajenación ya sea total o parcial de estas se identifica como **reembolso**. El segundo motivo es que el valor de mercado de los activos que componen la cartera no es constante, teniendo una repercusión directa en el patrimonio del fondo. (CNMV, s.f.-c)

2.1.1 VENTAJAS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Si se comparan con otras inversiones, los fondos presentan las siguientes ventajas para las personas que opten por invertir en ellos:

- La **diversificación** podría considerarse la mayor ventaja de invertir en un fondo de inversión. La inversión en un solo tipo de activo tiene el riesgo de que si la situación se torna negativa, el inversor podría perderlo todo. Al distribuir el capital en una amplia variedad de activos pertenecientes a distintos mercados, sectores, zonas geográficas... se diluye el riesgo de la inversión. (Inverco, 2024)
- La **seguridad** tanto en las participaciones que poseen los inversores como en los valores que invierten los Fondos de inversión. Las participaciones que poseen los inversores pueden ser reembolsadas a su valor de mercado en cualquier instante, además, el plazo máximo de pago es de 72 horas, por lo que poseen una *liquidez* significativa. La institución financiera que promueve estas participaciones debe cumplir con los requisitos de solvencia establecidos. Por otro lado, los valores en los que invierten los fondos de inversión son custodiados por instituciones depositarias. En el improbable caso de que esta entre en situación de insolvencia, se cambia la sociedad gestora o la institución depositaria por otra, evitando cualquier daño al partícipe. (Inverco, 2024)
- La **supervisión** a la que están sometidos los fondos de inversión, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), y las instituciones depositarias, supone otra ventaja para los inversores de estos fondos. La CNMV supervisa a estas instituciones tanto de forma remota a través de información que recibe mensualmente, como de forma directa realizando visitas de inspección. La institución depositaria también tiene la responsabilidad de ejercer de supervisor de la SGIIC, y en caso necesario debe notificar a la CNMV de cualquier anomalía detectada. (Inverco, 2024)
- Otra importante característica de los fondos de inversión es su **ventaja fiscal**, ya que se encuentran exentos de tributación hasta que se decida retirar el dinero invertido o el beneficio generado. Si se reinvierten las ganancias, o el partícipe realiza traspasos entre fondos, estarán libres de tributación. (Inverco, 2024)
- Los inversores disponen de **amplia información** de los fondos de los que tienen participaciones. Esto es debido a que el organismo gestor tiene la obligación de generar un folleto completo y otro más breve en el que se detalla los objetivos, el perfil de riesgo, los gastos y las comisiones de los fondos. Además, se deben presentar varios informes (uno anual, uno semestral y dos trimestrales) mostrando

la evolución del fondo. Por último, el valor de las participaciones debe ser publicado diariamente. (Inverco, 2024)

2.1.2 RIESGOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos son inherentes a varios riesgos, algunos de ellos son los siguientes:

- Riesgo de mercado: Tiene su origen en la posibilidad de que haya una caída en el valor de los activos que constituyen la cartera de un fondo debido a las fluctuaciones del mercado. Los activos de renta variable suelen ser más volátiles que los de renta fija, por ello son de mayor riesgo. (Blanco, 2021)
- Riesgo de tipo de interés: Afecta a los activos de renta fija, y aumenta conforme mayor sea el vencimiento. La subida de tipos afecta negativamente al precio, haciendo que este disminuya. (Blanco, 2021)
- Riesgo de crédito: Hace referencia a que el emisor de activos de renta fija no cumpla con la obligación de pagar los intereses, el principal o ambos. (BBVA AM España, 2021)
- Riesgo de liquidez: Se refiere a la dificultad que puede haber para vender activos, son más vulnerables los valores de baja capitalización o poco volumen. (BBVA AM España, 2021)
- Riesgo de divisa: Al invertir en moneda extranjera, uno está sujeto a las variaciones en el tipo de cambio. (BBVA AM España, 2021)
- Riesgo de país: Invertir en países emergentes puede resultar atractivo debido a las altas rentabilidades, no obstante, existe mayor riesgo debido a la inestabilidad política, social y económica. (BBVA AM España, 2021)

2.1.3 TIPOS DE FONDOS DE INVERSIÓN

Existen varios criterios para clasificar los diferentes tipos de fondos de inversión, en este caso, la clasificación se realizará según la vocación inversora, en otras palabras, según el tipo de activo en el que se invierte y el riesgo que se asume.

La primera distinción es entre los fondos inversión mobiliaria que invierten en activos financieros, y los fondos de inversión inmobiliaria que invierten en inmuebles con el fin de obtener rentabilidad mediante el alquiler.

Matesanz (2023) realiza la siguiente clasificación de fondos de inversión mobiliaria:

- Fondos de renta variable: Para ser considerado de este tipo, debe invertir como mínimo el 75% del capital en activos de renta variable como acciones de empresas que cotizan en bolsa, las divisas, materias primas participaciones preferentes, bonos convertibles... Se caracterizan por ser inversiones a largo plazo, generalmente periodos superiores a cinco años, pretendiendo así mitigar las fluctuaciones puntuales de los mercados. Son fondos con un nivel considerable de riesgo, puesto que la recuperación del capital invertido no está garantizada. Sin embargo, también son fondos con una mayor rentabilidad y liquidez.
- Fondos de renta fija: Según el emisor, estos pueden subclasificarse en fondos de renta fija pública y fondos de renta fija privada. El primero de estos engloba inversiones en obligaciones de Estado, letras del tesoro y bonos emitidos por entidades y administraciones gubernamentales. Por otro lado, los fondos de renta fija privada incluyen pagarés, obligaciones y bonos emitidos por empresas privadas con el fin de ampliar su capital y financiar algunos proyectos. Son ideales para inversores conservadores, ya que estos instrumentos financieros tienen menor volatilidad asociada, y brindan opciones de inversión a corto, medio y largo plazo. No obstante, acorde con el binomio rentabilidad riesgo, la renta fija a largo plazo proporciona menor rentabilidad que la variable.
- Fondos mixtos: Son aquellos que invierten tanto en renta fija como en variable. Según la composición de la cartera, tanto la rentabilidad como el riesgo del fondo variarán. La CNMV los distingue en: fondos de renta fija mixta cuyo porcentaje de inversión en renta variable es menor al 30%, y fondos de renta variable mixta, en los que los activos de renta variable suponen entre el 30 y el 75% del total.
- Fondos monetarios: Son aquellos que invierten en un plazo no mayor a seis meses. Se caracterizan por ser líquidos y tener un riesgo bajo ya que los valores suelen ser estables, esto los convierte en una buena alternativa a los depósitos.
- Fondos de fondos: Son aquellos en los que más del 50% del capital del fondo está invertido en fondos, sin exceder en ninguno de ellos el 45%. Esto ayuda a

diversificar aún más el riesgo, y ofrece la oportunidad a inversores individuales que no disponen del capital mínimo de inversión que requieren ciertos fondos, a participar en estos.

- Fondos de retorno absoluto: Son aquellos que no siguen ningún índice de referencia, su principal objetivo es lograr una rentabilidad positiva independientemente de la evolución del mercado. Poseen una gran capacidad de diversificación, y conllevan un alto grado de riesgo.
- Fondos garantizados: Son aquellos que a su vencimiento aseguran la recuperación total o parcial del capital invertido. De nuevo siguiendo el binomio rentabilidad-riesgo, cabe esperar que sean fondos con rentabilidades bajas ya que el riesgo asumido es bajo. Existen tres tipos de fondos garantizados, en primer lugar, los de rendimiento fijo que garantiza la devolución del capital invertido más una rentabilidad fijada previamente; en segundo lugar, los de rendimiento variable, en este caso solo el capital invertido está asegurado, la rentabilidad dependerá de la evolución del mercado; finalmente, se encuentran los de rendimiento parcial, que sólo aseguran un porcentaje del capital depositado.
- Fondos de rentabilidad objetivo: A diferencia del resto que pretenden maximizar la rentabilidad o superar cierto índice, estos fondos tratan de lograr un rendimiento específico en un plazo determinado. No obstante, no hay garantía de que logren el objetivo establecido. (Matesanz, 2023)

También existen otros tipos de fondos que tienen modos de operar más distintos a los que se acaban de mencionar. En este trabajo se explicarán brevemente los fondos cotizados y los fondos de inversión libre.

- Fondos cotizados: Se les denomina fondos ETF por sus siglas en inglés, *exchange traded funds*, son aquellos que replican un índice específico y fusionan características de los fondos de inversión y de las acciones. Las participaciones de estos fondos cotizan en bolsa, y tienen una operativa de negociación parecida a las de las acciones cotizadas. El régimen fiscal que regula este tipo de fondos es el mismo que el de las acciones, por lo que estas participaciones no pueden ser objeto de traspaso. Los ETF se pueden clasificar en tres tipos: Primero, los ETF que siguen la evolución del mercado, que replican el desempeño del índice elegido. Si la cartera del fondo comprende todos los activos en la misma

proporción que en el índice, son ETFs de réplica física. Si los instrumentos que componen el fondo son derivados, se reconocen como ETFs de réplica sintética. En segundo lugar, los ETF inversos o de exposición inversa al mercado, en este caso el índice elegido se favorece cuando los mercados están cayendo, y salen perjudicados cuando están en alza. Finalmente, se encuentran los ETFs apalancados, estos continúan en la línea de replicar el comportamiento de un índice, pero esta vez mediante el uso del apalancamiento se trata de amplificar el rendimiento. (CNMV, s.f.-a)

- Fondos de inversión libre: También conocidos como fondos de cobertura o *hedge funds* en inglés, son aquellos que operan con mayor libertad que los fondos de inversión tradicionales, dado que tienen un reglamento más laxo. Emplean estrategias que incluyen el uso de instrumentos derivados, toman posiciones en corto mediante préstamos de títulos financieros para beneficiarse de la caída de los mercados, solicitan créditos con cargo al capital que apalanca el fondo con el fin de amplificar los rendimientos... Muchos *hedge funds* optan por enfoques de riesgo elevados para obtener beneficios superiores a la media. No obstante, desde la crisis de la industria en 1998, cada vez son más los que se están adhiriendo a normas regulatorias como la imposición de limitaciones en las inversiones o una mayor proporción de transparencia y liquidez con el fin de incrementar la protección de los inversores. El capital mínimo requerido para ser partícipe de un fondo de este tipo varía según el país, no obstante, siempre suele ser una cifra elevada, por lo que los inversores son personas o instituciones con un alto patrimonio. También se caracteriza por el hecho de que los gestores tienen la facultad discrecional de abrir o cerrar el fondo a nuevos inversores en función de las oportunidades que se presenten. Este tipo de fondo es poco líquido puesto que las ocasiones para solicitar el reembolso de las participaciones suelen ser limitadas debido a los extensos periodos de preaviso, y al hecho de que sólo se permite trimestral o semestralmente. La liquidez puede llegar a ser mínima en situaciones excepcionales en las que el gestor suspenda parcial o totalmente los reembolsos. Finalmente, otra de las razones por las que los fondos de cobertura se diferencian de los tradicionales es porque no se les aplica límites máximos de comisiones. (CNMV, s.f.-b)

A continuación, se explicará en mayor profundidad cómo surgieron los *hedge funds*, las ventajas y riesgos que presentan, y la clasificación que se puede realizar según su estrategia de inversión.

2.2 ANÁLISIS DE LA NATURALEZA DE LOS HEDGE FUNDS

2.2.1 ORIGEN Y SITUACIÓN ACTUAL DE LOS HEDGE FUNDS

El primer *hedge fund* fue creado en el año 1949 por Alfred Winslow Jones, quien estructuró su fondo para estar exento de las regulaciones de la SEC, y empleó una estrategia que protegía el rendimiento de la inversión de las fluctuaciones del mercado. Esto lo logró tomando posiciones largas en acciones que estimaba que aumentarían su valor, y posiciones cortas en acciones que consideraba sobrevaloradas. Las posiciones cortas, también son conocidas como ventas al descubierto, y consisten en pedir prestado un título, venderlo, comprarlo cuando el mercado haya caído y por tanto valga menos, y finalmente, devolvérselo al propietario. Según el estudio (Ruíz de Gauna, 2023) AW Jones lanzó un patrimonio de 100.000 dólares, siendo el 40% del propio fundador ya que comprendía que no podía esperar que sus inversores asumieran riesgos financieros que él no estuviera dispuesto a asumir. Dos décadas más tarde el patrimonio de este fondo era de 100 millones de dólares. Adicionalmente, Jones estableció una estructura de remuneración al gestor que consistía por una parte en una comisión de gestión fija del 2% sobre el capital del fondo, y por otra, una comisión de rendimiento del 20% que se aplica sobre los beneficios, en inglés conocido como *capital gains yield*. (Jobman, 2002)

El fondo de cobertura de Jones destacaba por superar al resto de fondos de inversión que estaban en auge en la década de 1960 incluso después de la deducción del 20% de comisión de incentivo al gestor. En 1968 habían surgido 200 *hedge funds* aproximadamente, entre los que destacaban los gestionados por George Soros y Michael Steinhardt. Durante el mercado bajista de los años 70, muchos gestores que se habían apalancado con posiciones largas se vieron abocados a la quiebra. Avanzada la década de los 80, la compañía Tremont identificó 68 fondos. Durante los siguientes 15 años se alcanzaron 2.600 fondos, la mayoría de ellos organizados como sociedades limitadas, lo que restringía el número de inversores a 99 y exigían inversiones mínimas muy elevadas.

En la década de 1990 el incremento medio anual de número de fondos de cobertura (incluyendo los fondos de fondos) era del 25,74% y total del 648%, como se puede observar en el Gráfico 1. (Jobman, 2002)

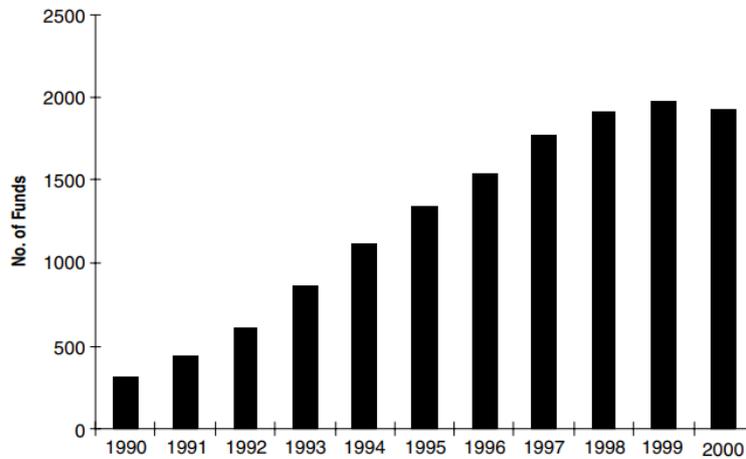


Gráfico 1: Crecimiento de los hedge funds (incluye los fondos de fondos; no incluye los asesores de comercio de materias primas). Fuente: The Handbook of Alternative Investments.

En las últimas décadas, la globalización ha fomentado aún más la popularización de los fondos, esto se ve reflejado en la cantidad de activos gestionados por *hedge funds* a nivel global que se expone en el Gráfico 2. (Faster Capital, 2023)

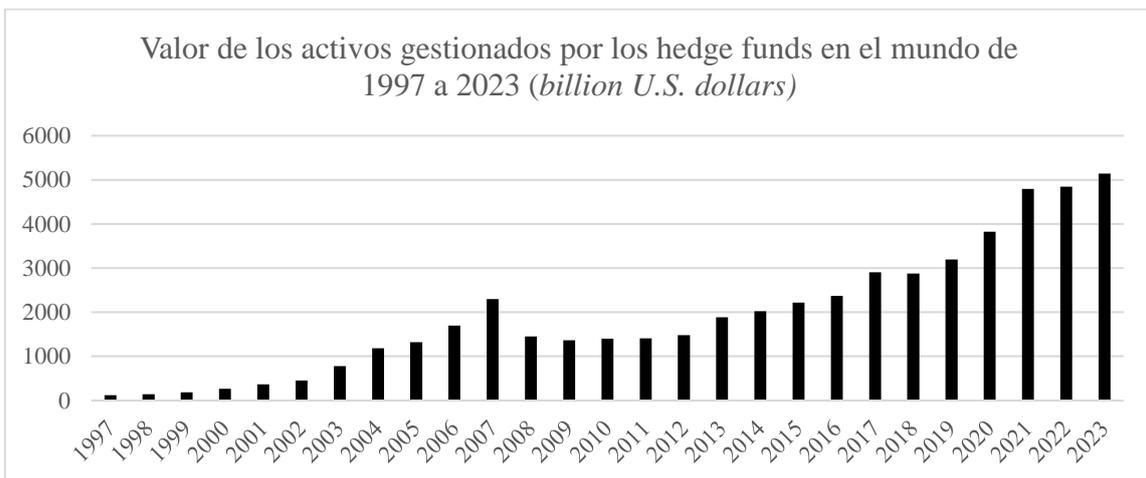


Gráfico 2: Valor de los activos gestionados por los hedge funds en el mundo de 1997 a 2023. Fuente: Elaboración propia con los datos de Statista

A continuación, en el Gráfico 3 se exponen los 20 hedge funds más grandes según la cantidad de activos gestionados en 2023.

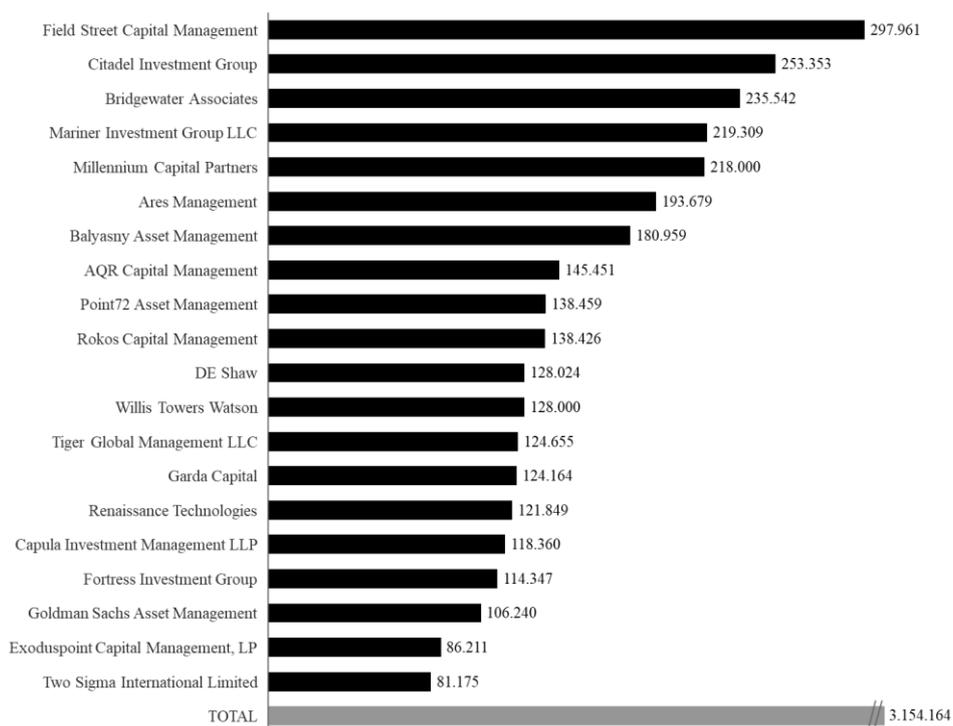


Gráfico 3: Cantidad de activos gestionados en millones de dólares de los hedge funds más grandes de 2023. Fuente: Elaboración propia con los datos de HedgeLists

2.2.2 CARACTERÍSTICAS DE LOS HEDGE FUNDS

Los *hedge funds* presentan varias ventajas al compararlos con los fondos tradicionales, algunas como la mayor permisibilidad de apalancamiento, y la mayor flexibilidad de los instrumentos financieros en los que invierten, se han comentado en la sección de 2.1.3. “Clasificación de fondos de inversión”. Otro de los atractivos de este tipo de fondos es su **baja correlación con el mercado** general, esto se debe a las ambiciosas estrategias que tratan de aprovechar las ineficiencias del mercado. A pesar de conllevar un mayor riesgo, son las responsables de ofrecer **retornos esperados superiores a la de los fondos convencionales**. Otra ventaja de los fondos de cobertura es el hecho de que existe un **mayor alineamiento del interés entre gestores e inversores**. Esto tiene principalmente dos motivos, el primero es que los gestores tienen capital propio invertido en el fondo, esto es algo que también sucede en los fondos tradicionales, pero la cantidad invertida es mucho menor. El segundo motivo es que la mayor parte de lo que ganan depende de la

rentabilidad que generen, puesto que se ha continuado con una estructura de remuneración del gestor similar a la que propuso Jones.

La relevancia de las compensaciones basadas en incentivos en el ámbito de los *hedge funds* es indiscutible. Este tipo de compensación fomentan al gestor a la búsqueda de la rentabilidad absoluta, superando el simple objetivo de batir un índice de referencia. Diversos estudios empíricos han demostrado la eficiencia de este tipo de compensación. En la guía introductoria “*An introduction to hedge funds*” de Gregory Connor y Mason Woo se menciona que: “Según Liang (1999), un aumento del 1% en la comisión de incentivo está asociado con un incremento promedio del 1,3% en rendimientos mensuales. Por su parte, Ackermann et al. (1999) concluyen que la existencia de una comisión de incentivo del 20% resulta en un aumento promedio del 66% en el ratio de Sharpe en comparación con la ausencia de dichas comisiones.” Estas comisiones permiten que el gestor de un fondo pueda obtener ganancias similares a la que obtendría si estuviera trabajando en un fondo diez veces más grande según Tremont Advisers. Además, cabe destacar que esta comisión de incentivo premia los rendimientos absolutos positivos sin una penalización equivalente para los negativos. (Connor, s.f.)

También existen dos riesgos que afectan más en concreto a los fondos de cobertura que a los convencionales. Uno de ellos es el **riesgo de liquidez**, no solo porque tienen la libertad de invertir en cualquier activo por poca liquidez que presente, sino también porque los gestores tienen el derecho de modificar los períodos de reembolso y suscripción según consideren oportuno. El segundo es el **riesgo de endeudamiento** dado que los *hedge funds* tienen permitido un alto nivel de endeudamiento, lo cual resulta en un aumento del capital del socio, y consecuentemente, en una mayor capacidad de inversión. El apalancamiento potencia el resultado, sea este positivo o negativo. Por lo tanto, si el mercado se comporta como el gestor lo había previsto el beneficio que obtendrá será mayor que si no se hubiera apalancado, sin embargo, si el mercado no sigue la dirección esperada por el gestor, asumirá grandes pérdidas. (Brun Lozano, 2006)

2.2.3 CLASIFICACIÓN DE LOS *HEDGE FUNDS*

A continuación, se clasificarán los *hedge funds* según la estrategia de inversión que implementan, y en segundo plano se diferenciarán según el tipo de activo seleccionado, o la localización de los mercados. La clasificación está basada en el estudio realizado por Noguera (2008) titulado “El enigmático mundo de los *hedge funds*: beneficios y riesgos”.

En primer lugar, se encuentran los fondos de cobertura que emplean **estrategias de valor relativo o arbitraje**. El objetivo de esta táctica es capitalizar las desigualdades en los precios relativos de instrumentos financieros como acciones, deuda, futuros, entre otros, mediante la compra de aquellos que estén infravalorados, y la venta de aquellos que estén sobrevalorados. Dentro de esta primera categoría se puede realizar la diferenciación de cuatro subgrupos:

- Fondos de cobertura de renta variable neutral al mercado: Tratan de sacar beneficio de las diferencias de precio entre acciones interrelacionadas. Estos fondos identifican discrepancias de precio en empresas competidoras del mismo sector, y establecen una posición larga en aquellas que tienen un precio menor al que el fondo considera que debería tener, y una posición corta en las que están sobrevaloradas. De esta forma independientemente de lo que suceda en el mercado, la combinación de esas operaciones puede generar ganancias.
- Fondos de cobertura de arbitraje en renta fija: Intentan sacar provecho de los instrumentos de renta fija. En el supuesto caso de una curva de tipos de interés ascendente, estos fondos solicitan préstamos a corto plazo, e invierten a largo plazo, obteniendo un beneficio de la diferencia entre las dos tasas de interés.
- Fondos de cobertura de arbitraje convertible: Estos fondos compran bonos convertibles, que permiten la transformación de estos en acciones de la sociedad emisora, y venden en corto las acciones de esa misma empresa. De este modo tratan de alcanzar una situación en la que obtengan ganancias tanto si la empresa evoluciona correctamente, puesto que el precio de las acciones subirá y es el momento idóneo para convertir los bonos en acciones, como si la cosa va mal, ya que, con la bajada de precios, el fondo comprará las acciones que vendió en corto por un precio inferior.

- Fondos de cobertura de arbitraje en títulos con garantía hipotecaria: Estos fondos también tratan de explotar las valoraciones erróneas del mercado, pero esta vez operando con títulos respaldado por hipotecas.

El siguiente grupo de fondos de cobertura son los que emplean **estrategias de acontecimientos corporativos**, más conocidos por su denominación en inglés, *event-driven*. En este caso, la estrategia consiste en anticiparse a ciertas circunstancias como pueden ser transacciones significativas, y posicionarse de tal forma que pueda sacar provecho de ella. Dentro de este grupo se diferencian aquellos que se dedican a:

- Valores en dificultades: Se centran en comprar o vender acciones o deuda de sociedades que son insolventes o están atravesando malos momentos. Estos fondos son denominados *special situations*, y posteriormente se explicarán en mayor detalle en la sección 2.3.
- Arbitraje de fusiones: Los fondos que implementan esta estrategia generalmente toman una posición larga en la compañía que está siendo comprada y una posición corta en la que está adquiriendo.
- Alto rendimiento: El resultado que obtengan los fondos que emplean esta estrategia depende en gran medida de la capacidad de estos en evaluar el riesgo crediticio que posee la compañía, puesto que no tienen calificación de *rating*.

El último grupo es el de los fondos de cobertura con **estrategias oportunistas o direccionales**. Esta estrategia no trata de protegerse del riesgo del movimiento del mercado, por ello también reciben el nombre de fondos no neutrales. Los fondos comprarán títulos de empresas o entidades que consideren que están infravaloradas y venderán los de las que estén sobrevaloradas a su juicio. En esta categoría se pueden distinguir principalmente los siguientes tres grupos:

- Global / macro: Los gestores de los fondos macro analizan tendencias macroeconómicas con un enfoque *top-down*, es decir, especulan sobre las variaciones de tipo de interés, el tipo de cambio... y tratan de detectar los movimientos alcistas o bajistas de los mercados. Los fondos globales siguen un análisis *bottom-up*, estudian más detalladamente las compañías individualmente, y predicen basándose en ese análisis.

- Mercados emergentes: Estos fondos suelen invertir en deuda soberana de países que están desarrollando su economía. Suelen conllevar más riesgo por el hecho de que el marco regulatorio no está muy definido.
- Renta variable long /short: La estrategia consiste en adoptar posiciones largas o cortas dependiendo de si el mercado es alcista o bajista, sin protegerse del riesgo de estar equivocándose en su predicción.

Finalmente, también existen fondos de cobertura que emplean varias estrategias simultáneamente, y reciben el nombre de estrategia múltiple. (Noguer, 2008)

2.3 FONDOS SPECIAL SITUATIONS

2.3.1 MECANISMO DE OPERACIÓN DE LOS FONDOS SPECIAL SITUATIONS

Como se mencionaba en la clasificación de los *hedge funds*, los fondos *special situations*, también llamados fondos *distressed*, son un tipo de fondo de cobertura concreto que emplea una estrategia *event-driven* y se dedican a valores en dificultades. Son especialistas en la adquisición de valores o bonos de empresas próximas a la insolvencia o de naciones que lidian con economías deprimidas. Gracias a esto, pueden adquirir grandes volúmenes de deuda en el mercado secundario a precios muy rebajados. Tras la mejora de la capacidad de pago de la empresa o el país o el anuncio de un plan de reestructuración, estos fondos emprenden acciones para alcanzar un acuerdo con la empresa o país en cuestión. En los casos en que no se puede cumplir con el pago, estos fondos recurren a acciones legales y judiciales. A pesar de las evidentes dificultades financieras, estos fondos presionan a los deudores para que cumplan sus respectivas obligaciones de devolver la totalidad de la deuda original, más los intereses correspondientes, que suelen ser muy elevados. La metáfora de “fondos buitres” para referirse a estos fondos, compara el comportamiento de estos fondos con el de estas aves carroñeras que tratan de extraer todo lo posible de las indefensas víctimas. (Kupelian & Rivas, 2014)

Cabe resaltar que no es obligatorio notificar al deudor de que su deuda va a ser traspasada de un organismo a otro. Esto permite a los bancos y al resto de acreedores vender la deuda

de entidades insolventes a estos fondos *special situations*, sin ningún tipo de complicación. De esta forma el banco se asegura recuperar parte de la deuda que había financiado. Para ilustrar el modo en el que operan los fondos *special situations*, se va a presentar un ejemplo: Un banco concede un préstamo de 1.000.000€ a una empresa, que desafortunadamente, resulta insolvente, y solo puede devolver un 20% de su deuda a la entidad de crédito, es decir, 200.000€. Un fondo *special situations* le ofrece al banco 300.000€ por toda la deuda que la empresa tiene con la entidad crediticia. El banco accede, y este acuerdo es un *win-win*, ya que el banco recupera 100.000€ más de lo que esperaba, y el fondo consigue una deuda de 1M€ por 300.000€. Desde este momento, pasa a ser responsabilidad del fondo lograr que la empresa repague el mayor porcentaje de la deuda. Esto puede resultar realmente complicado y es el riesgo que asumen estos fondos, dado que la empresa ya estaba rozando la quiebra. No obstante, el fondo *distress* empezará a obtener rentabilidad a la operación una vez que la empresa se comprometa a devolver más del 30% de la deuda original.

Los fondos *special situations* son especialistas en la recuperación de créditos, comienzan haciendo reclamaciones extrajudiciales y presionan amenazando con llevar a cabo acciones legales. Si estos métodos no surten efecto, recurren a procedimientos judiciales, y en caso de que el deudor resulte insolvente, los fondos pueden llegar a quedarse con las empresas o las viviendas en caso de que la deuda fuera hipotecaria. (Habet Abogados, 2021) Estos fondos son muy criticados, ya que buscan el pago de su deuda de forma muy agresiva, priorizando el rendimiento de su inversión ante el bienestar social. Además, exigen la devolución del total de la deuda mediante litigios, a pesar de que estos fondos la adquirieron a un precio muy inferior. La forma en la que operan es legal, no obstante, se encuentra muy lejos de lo que se considera ético, es por ello que existen leyes como la Ley de la Segunda Oportunidad, que trata de proteger a los deudores.

Fund	Institution	Amount raised (\$bn)	Close year	Sector focus
Oaktree Opportunities Fund XI	Oaktree Capital Management	16.0	2021	Corporate
Lone Star Fund XI	Lone Star Funds	8.2	2019	Diversified
Ares Special Opportunities Fund II	Ares Management	7.1	2022	Corporate

Fortress Credit Opportunities Fund V Expansion	Fortress Investment Group	7.0	2020	Diversified
Fortress Credit Opportunities Fund V	Fortress Investment Group	6.0	2019	Diversified
Strategic Value Special Situations Fund V	Strategic Value Partners	5.0	2021	Corporate
Lone Star Real Estate Fund VI	Lone Star Funds	4.6	2019	Real estate
Apollo Hybrid Value Fund II	Apollo Global Management	4.6	2022	Corporate
GSO Energy Select Opportunities Fund II	Blackstone	4.5	2019	Diversified
Cerberus Global NPL Fund	Cerberus Capital Management	4.1	2019	Real estate

Tabla 1: Principales fondos special situations. Fuente: Private Debt Investors

2.3.2 ACTIVOS OBJETIVOS DE LOS FONDOS *SPECIAL SITUATIONS*

Los fondos *special situations* compran principalmente los siguientes tipos de activos:

- **Deuda soberana:** Estos fondos adquieren bonos de deuda soberana desvalorizada, y por tanto a precios significativamente bajos. Esto es debido a que existe un alto riesgo de default, dado que son naciones que se encuentran en una situación económica precaria. Es una deuda con una rentabilidad potencial elevada ya que los fondos compran en el mercado secundario a valores muy por debajo del nominal, posibilitando obtener grandes márgenes de beneficios, a pesar de que no cobren la totalidad de la deuda original. Algo característico de este tipo de fondos es que están dispuestos a emprender acciones legales contra las naciones emisoras de la deuda que han comprado, con el fin de cobrarla. El caso más resonado y que será desarrollado en mayor detalle en la sección 3.3.1, fue el de los fondos *special situations* que compraron deuda soberana de Argentina, y llevaron al país ante los tribunales de Estados Unidos. (Arquitasa, 2018)
- **Acciones de empresas:** Suelen ser empresas en dificultades financieras, lo que permite a estos fondos adquirir acciones en el mercado secundario a un precio bajo como sucedía con la deuda soberana. Una vez forman parte del accionariado de la empresa, los fondos emplean diversas estrategias con el objetivo de mejorar la situación financiera de la compañía y así aumentar el valor de sus inversiones. Entre las estrategias que suelen emplear se encuentran: cambios en la gestión

mediante la contratación de nuevos directivos, la reducción de costos, la reestructuración de deuda, y la desinversión de activos no estratégicos como pueden ser divisiones de la compañía o activos inmobiliarios entre otros. Una vez la empresa se haya recuperado financieramente, y el precio de las acciones haya aumentado, los fondos pueden vender sus acciones a un valor más alto del de adquisición. En 2011, un cúmulo de deudas y operaciones ineficientes, llevaron a American Airlines a declararse en bancarrota. El fondo *special situations* Silver Point Capital Management inyectó capital en la aerolínea e implementó una reestructuración operacional que permitió una reducción de costos y permitió que la empresa emergiera. (Faster Capital, 2023)

- Deuda corporativa: La que adquieren los fondos oportunistas suele ser de empresas que se encuentran con dificultades financieras o procesos de reestructuración. Los fondos revisan los estados financieros de las compañías, y están atentos a caídas de ingresos, aumentos de deuda, problemas en la generación de flujo de caja... Leen informes de analistas de mercados, noticias financieras y de mercados, están alerta a despidos masivos de empleados, reestructuraciones corporativas, caída en la cotización de acciones... de este modo detectan cuándo una empresa se encuentra en circunstancias complicadas, y prosiguen con un análisis del potencial de recuperación. Al igual que sucedía con la deuda soberana, es una deuda desvalorizada, la compran a muy bajo precio, dado que los acreedores originales están desesperados por deshacerse de activos tan arriesgados. En caso de que la empresa vuelva a ser rentable, los fondos obtendrán una alta recompensa, y en caso contrario, si la empresa no puede pagar la deuda, el fondo puede llegar a asumir el control de la compañía mediante una conversión de la deuda en *equity*, como ha sucedido con la siderúrgica Celsa. El caso de esta empresa catalana se explicará más detalladamente en el punto 3.3.3.
- Activos inmobiliarios: Al igual que con los tres tipos de activos anteriores, los fondos *special situations* compran propiedades desvalorizadas, ya sea por el estallido de una burbuja inmobiliaria, un momento de crisis económica, o la necesidad de liquidez de un individuo. Los fondos suelen fijarse en que las zonas donde se encuentran las propiedades tengan buenas perspectivas de crecimiento. Además, compran en lotes para poder negociar precios aún más bajos, y en numerosas ocasiones son viviendas embargadas por los bancos. Fue por este tipo

de activos por el que estos fondos entraron en España entre 2012 y 2013. (Arquitasa, 2018)

Todos estos activos que se acaban de comentar tienen un riesgo crediticio elevado. La capacidad que tiene el emisor de cumplir con sus obligaciones financieras es evaluada por las agencias de *rating*. Las principales son Standard and Poor's, Moody's y Fitch, cada una de ellas emplea una escala de rating propia que se puede observar en la Tabla 2, no obstante, son lo suficientemente similares para ser fácilmente comparables.

El análisis que realizan estas agencias suele centrarse en dos riesgos principales. El primero de ellos es el riesgo corporativo, para examinarlo se realizan análisis como el de las fuerzas y debilidades de las operaciones de la entidad, del nivel de diversificación en cuanto a productos, de la geografía y clientes, de la posición en el mercado, del grado de competencia, de la evolución del mercado, de las ventajas competitivas... El segundo riesgo es el financiero, que se centra en analizar los ratios financieros, los márgenes que presenta la empresa, el grado de apalancamiento, las proyecciones... (Santos, 2009)

Generalmente, los inversores tratan de que los activos en los que invierten su dinero tengan una calidad crediticia elevada, sin embargo, esto no sucede con los fondos *special situations*. Al tratarse de empresas o países que están atravesando dificultades financieras, el rating será bastante negativo, dado que existe una alta probabilidad de impago de las deudas. (Santos, 2009)

	MOODY'S		S&P		FITCH		
	Long term	Short term	Long term	Short term	Long term	Short term	
INVESTMENT GRADE	Aaa	Prime 1	AAA	A-1 +	AAA	F1 +	HIGHEST
	Aa1		AA+		AA+		
	Aa2		AA		AA		
	Aa3		AA-		AA-		
	A1	Prime 2	A+	A-1	A+	F1	
	A2		A		A		
	A3		A-		A-		
	Baa1	Prime 3	BBB+	A-2	BBB+	F2	
	Baa2		BBB		BBB		
	Baa3		BBB-		BBB-		
NON-INVESTMENT GRADE	Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B	LOWEST
	Ba2		BB		BB		
	Ba3		BB-		BB-		
	B1		B+	C	B+	C	
	B2		B		B		
	B3		B-		B-		
	Caa		CCC	D	CCC	D	
	Ca		CC		CC		
	C		C		C		
					D	D	

Tabla 2: Ratings según las tres principales agencias. Fuente: The Association of Corporate Treasurers

Capítulo 3. INVESTIGACIÓN DEL IMPACTO DE LOS *HEDGE FUNDS* EN LA ECONOMÍA

3.1 *IMPACTO DE LOS HEDGE FUNDS EN LOS MERCADOS DE VALORES*

Los fondos de cobertura juegan un papel esencial en el ámbito financiero generando influencias substanciales sobre diferentes tipos de activos financieros. Los *hedge funds* poseen patrimonios cuantiosos, por lo que, generalmente sus operaciones conllevan grandes sumas de capital. Consecuentemente, sus acciones tienen un mayor impacto que la de inversores particulares. A continuación, se presentará la influencia que puede llegar a tener un *hedge fund* que invierte en empresas cotizadas.

Los fondos de inversión libre realizan procesos de diligencias debidas, más conocidos como *due diligence*. Durante el diagnóstico se realizan estudios financieros como puede ser la revisión de las cuentas anuales publicadas, la evaluación de su modelo de negocio, el desempeño del equipo directivo, la competitividad de su industria, perspectivas de la evolución del mercado o la empresa en particular, entre otras. Los fondos suelen difundir los informes que realizan, llegando en ocasiones a ser publicados en medios de comunicación. No siempre mencionan la composición de su cartera para evitar que les imiten o que se pueda interpretar como una señal positiva o negativa. Por tanto, se podría decir que estos fondos contribuyen a que exista una **mayor transparencia en el mercado**, facilitando que inversores particulares que no pueden destinar tantos medios para realizar investigaciones de este tipo, puedan tomar decisiones más informadas.

Estos análisis les permiten a los fondos de cobertura identificar qué acciones no están reflejando su verdadero valor intrínseco. Si estos fondos identifican una empresa infravalorada, invertirán en dicha compañía, lo cual, da a entender que es una opción de inversión sólida, y **el precio de la acción en Bolsa se ve alterado** debido a un aumento significativo de la demanda. Esto se traduce en una subida del precio de las acciones hasta que estas se alineen con el verdadero valor intrínseco. En el caso contrario, es decir, una empresa cuyas acciones están a un precio mayor que el que les corresponde, este tipo de

fondos realizará una venta en corto de estas acciones. Esto puede contribuir a que otros inversores vendan las participaciones que tenían en su propiedad, desencadenando una bajada en el precio de cotización, y convergiendo el precio con el valor intrínseco. En definitiva, los *hedge funds* ayudan a que el **precio de cotización** de las acciones de las empresas **refleje su verdadero valor**.

Debido al tamaño de sus operaciones, y a su gran actividad en los mercados financieros, los *hedge funds* aportan una cantidad de **liquidez** significativa. Esto es clave para que en el mercado se puedan realizar transacciones de forma eficiente, permitiendo que los inversores tengan mayor facilidad para comprar y vender acciones. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

A pesar de los beneficios mencionados, también se debe tener en consideración que estos fondos **introducen volatilidad en el mercado**. Existe evidencia de que numerosos fondos emplean estrategias similares y en un plazo de tiempo muy corto, impactando en la formación de precios. Estos grandes movimientos en el mercado financiero afectan en mayor medida a compañías de un tamaño pequeño y a mercados de productos complejos o que acaban de surgir y poseen escasa liquidez. Adicionalmente, los *hedge funds* suelen emplear apalancamiento al operar, lo que significa que operan con dinero prestado. Esto permite que si el mercado evoluciona a su favor, sus ganancias se vean magnificadas. Sin embargo, si las circunstancias son adversas, sus pérdidas también se verán aumentadas. Si la situación del mercado no acaba siendo la esperada por los gestores del fondo, estos pueden verse obligados a tener que vender sus participaciones para cumplir con el margen de sus prestamistas impulsando el precio de estas acciones a la baja. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

En definitiva, los *hedge funds* presentan una intensa actividad en los mercados financieros e influyen en el precio de cotización de las acciones. Esto aporta beneficios como la proporción de liquidez, así como una convergencia entre el precio de las acciones y su verdadero valor intrínseco. Además, estos fondos también son ventajosos para el mercado en el que actúan ya que contribuyen a que exista mayor transparencia gracia a la difusión de las *due diligence* que realizan. No obstante, esta gran influencia de sus decisiones sobre

el precio de las acciones introduce volatilidad. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2006)

3.2 IMPACTO DE LOS FONDOS SPECIAL SITUATIONS

La opinión pública y la cobertura mediática presentan una imagen negativa de los fondos *special situations*, es por ello que resulta fundamental analizarlos y comprender los beneficios y perjuicios de estos en la economía.

En primer lugar, la presencia de los fondos *special situations* actúa como un estímulo para la implementación de **estructuras de capital más eficientes** y una **conducta financiera responsable** por parte tanto de las entidades soberanas como de compañías privadas. Los Estados en concreto, buscan gran cantidad de recursos monetarios para la inversión en ámbitos críticos como salud, educación, desarrollo y estructuras. Su estructura óptima de capital se basa en la búsqueda de un equilibrio entre los costos de inflación y los costos de *default* esperados que surgen de la proporción de deuda contraída vs. emisión de moneda. Históricamente, diversas entidades soberanas han empleado estructuras de capital irresponsables que no contaban con control por parte de recolectores de deuda. Ejemplos de esto son el caso de España en el siglo XVI, así como varias repúblicas Latinoamericanas en el siglo XIX, las cuales experimentaron el default como algo "indoloro" cuando los bonistas eran entidades extranjeras, incurriendo en múltiples incumplimientos.

En lo que respecta a las compañías privadas, los fondos *special situations* también han desempeñado un papel significativo en que estas mantengan una estructura de capital responsable sin un exceso de endeudamiento. El motivo de esto es que existe la posibilidad de que estos fondos compren bonos corporativos de empresas que se encuentren en una situación cercana a la bancarrota en el mercado secundario. Tal escenario puede poner en peligro la posesión de la entidad para los propietarios de la empresa, dado que, en ciertos casos, los fondos pueden llegar a capitalizar la deuda que poseen, resultando en un cambio en el control de la empresa. (Wozny, 2017)

En segundo lugar, estos fondos son **proveedores de liquidez** especialmente en los mercados secundarios de deuda en dificultades (*distressed debt markets*). Hasta los años 90, estos fondos no tenían acceso a la deuda soberana, ya que esta sólo se contraía con

los bancos en el marco de préstamos sindicados. Esto cambió a finales de los años ochenta y principios de los noventa en respuesta a una crisis internacional de deuda que surgió como consecuencia de que los bancos otorgaran grandes cuantías de dineros a varios países de América Latina durante los años setenta y ochenta. Las entidades de crédito inicialmente pensaban que la situación de falta de liquidez de estas naciones era temporal, llevándolos a reestructurar estos préstamos cuatro veces durante la década de los ochenta. Finalmente, los bancos se percataron de que los Estados no iban a poder hacer frente al total de sus deudas. Sin embargo, como las entidades de crédito no disponían de suficientes reservas, no podían permitirse asumir tales pérdidas.

Con el objetivo de evitar el colapso financiero, los bancos decidieron vender la deuda soberana que poseían a un precio mucho más bajo del valor nominal. Los compradores de esta deuda fueron los fondos *special situations*, ayudando así a evitar la bancarrota de algunos bancos y la agravación de la crisis de deuda internacional.

El caso que se acaba de mencionar era sobre a deuda soberana, no obstante, esto mismo se puede aplicar a los bonos de deuda corporativa en dificultades. Además, cabe aclarar que, en muchos casos, los acreedores originales de Estados o empresas que entran en *default*, no tiene los recursos suficientes como para defender sus derechos legales, lo que implica que perderán todo lo que invirtieron. Sin embargo, mediante la venta de esta deuda a los fondos *special situation* a pesar de que sea a un valor de descuento, supone recuperar un porcentaje de ella, que ya es más de lo que esperaban. En definitiva, estos fondos tienen un rol crucial en el funcionamiento de los mercados de deuda en dificultades, que en 2022 alcanzaban los \$42,8 billones americanos como se puede observar en el Gráfico 4. (Wozny, 2017)

Por último, los fondos *special situations* ayudan a que los mercados financieros operen de manera más eficiente al **proporcionar información** que de otro modo pasaría desapercibida. Los acreedores individuales con reclamaciones pequeñas carecen de los medios o incentivos para llevar a cabo su propia investigación independiente sobre la estructura y gestión del capital de un Estado o una compañía privada antes de su inversión. En contraste, los fondos *special situations*, invierten grandes cantidades en deuda en dificultades, por lo que tienen incentivos para realizar una extensa investigación previa a la inversión para determinar que están adquiriendo deuda que realmente puede ser pagada. En caso de no ser así, estos fondos tienen los medios financieros para litigar sus reclamaciones.

En conclusión, al realizar su investigación, los fondos buitres proporcionan información valiosa a los inversores individuales al señalar qué reclamaciones son recuperables y cuáles no lo son. (Wozny, 2017)

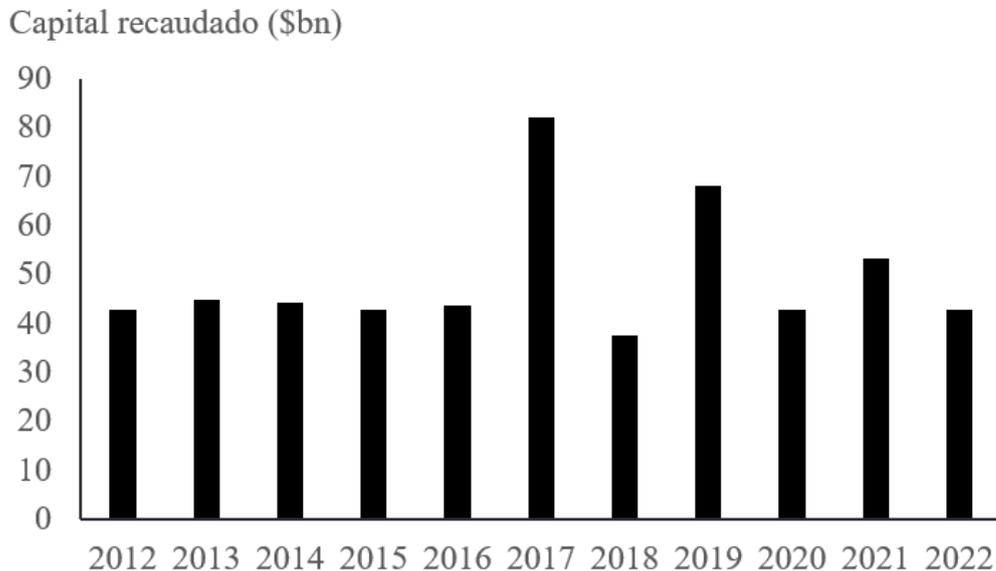


Gráfico 4: Capital invertido en distressed debt. Fuente: Private Debt Investor

Tras haber mencionado algunos de los motivos por los cuales los fondos *special situations* pueden considerarse beneficiosos para la economía, se recuerda que en el capítulo 2, sección 3 de este trabajo, se explicó por qué los fondos *special situations* poseen tan mala reputación. A continuación, se procederá a explicar los perjuicios que pueden llegar a generar estos fondos. Durante la década de los 90 sus víctimas predilectas fueron los denominados “Países Pobres Muy Endeudados” (PPME), demandando Estados como Zambia, Camerún, la República Democrática del Congo, Nicaragua y Etiopía, entre otros. Al salir victoriosos de las sentencias, dinero que originalmente iba a ser destinado a la reducción de la pobreza de la nación, acabó en manos de estos agentes financieros. (Wozny, 2017)

Los fondos *special situations* que invierten en real estate en dificultades, también priorizan exclusivamente sus propios intereses sin considerar el impacto negativo que puedan tener en los residentes afectados por sus acciones. Esto sucedió en España tras explotar la burbuja inmobiliaria. Los fondos *special situations* Cerberus, Godman Sachs y Blackstone, se convirtieron en las mayores inmobiliarias del país. Blackstone llegó a tener

una exposición al mercado superior a los 15.000 millones de euros. Estos fondos llegaron a realizar subidas en el alquiler de hasta un 70%, se negaron a renovar contratos sin subidas abusivas, y desahuciaron a numerosos inquilinos. Algunos de los afectados eran personas mayores de 80 años que entraron en sus viviendas originalmente de protección oficial hace más de 20 años. De nuevo, estos agentes financieros demuestran tener un impacto negativo en las sociedades de países pobres o que se encuentran en una crisis financiera. (Vargas Martín, 2023)

Con casos como estos, no es de extrañar la mala imagen que poseen mucho de estos fondos que operan sin ningún tipo de escrúpulo, no les importa no permitir que un país pobre prospere o dejar a personas sin un lugar donde vivir si a ellos les va a reportar mayores beneficios.

3.3 ANÁLISIS DE CASOS ESPECÍFICOS DE IMPACTO DE LOS HEDGE FUNDS

3.3.1 IMPACTO DE GOTHAM CITY RESEARCH EN GRIFOLS

Gotham City Research, el fondo estadounidense que ha aparecido durante el mes de enero de 2024 en los titulares de la prensa financiera española es un claro ejemplo de un fondo que emplea una estrategia oportunista de renta variable long/short. Esta firma está especializada en auscultar la viabilidad financiera empresas cotizadas mediante exhaustivas *due diligence*. Como resultado de su investigación, publican informes que demuestran prácticas fraudulentas llevadas a cabo por las compañías y que provocan el desplome del valor de las acciones. A Gotham City Research le beneficia la caída de dichas empresas en Bolsa ya que suele poseer posiciones de venta en corto de las mismas.

El motivo por el cual este fondo bajista americano ha acaparado la atención de muchos es porque ha sido el responsable de la sacudida que ha experimentado el Ibex 35 durante el primer mes de 2024. Hace diez años este fondo también fue bastante resonado en España dado que fue el fondo que publicó el informe que valoraba la compañía Gowex en cero euros. Gowex, se dedicaba al suministro de redes WI-Fi gratuitas y de pago que cotizaba en el Mercado Alternativo Bursátil. El escándalo de haber falseado las cuentas

no solo tuvo consecuencias en los accionistas y los clientes de la compañía, sino también en la Bolsa y Mercados que recibieron críticas por su falta de supervisión, y consecuentemente, su valor bursátil se vio afectado negativamente. (Fuentes, 2024)

En esta ocasión su víctima ha sido Grifols, compañía española cotizada, líder en medicamentos hemoderivados y medicina transfusional que proporciona servicios sanitarios en más de 110 países. (Grifols, 2019) El pasado 9 de enero de 2024 el fondo publicó un informe en el que acusaba a la empresa catalana Grifols de manipular sus cuentas, con esto Gotham buscaba intencionadamente que la empresa cayera en Bolsa. En el propio informe reconocía poseer una posición bajista del 0,57% del capital de Grifols, por lo que no ocultaba que saldría beneficiado si la farmacéutica se desplomaba. En el Gráfico 5 se muestra como el precio de cierre de la acción en Bolsa pasó de ser 14,24€ el 8 de enero a que al día siguiente tras hacerse público el estudio fuera de 10,55€. Según Catelló Llantada y Rodrigo Palacios (2024), el informe pone el foco en cómo la compañía está cometiendo fraude contable mediante *tunelling*: “un término en inglés que implica prácticas de transmisión de riqueza por parte de un accionista de referencia hacia una sociedad afín. Hace referencia a la supuesta transferencia de activos y beneficios de una cotizada a favor de sus accionistas de referencia, dejando de lado a los inversores minoritarios de la primera.” En este caso Gotham explica que la farmacéutica catalana compró en 2018 dos empresas dedicadas al plasma sanguíneo, Haema y BPC, y que ese mismo año se las vendió a Scranton Enterprises, la cual posee el 8% del capital de Grifols. Gotham calcula que los dos negocios suponen el 40,01% del negocio de la farmacéutica, cuando no es propietaria de ellos, el verdadero dueño es su accionista. El fondo americano considera que Grifols está cometiendo fraude contable y que mediante esta práctica infla el EBITDA en un 46% como mínimo. Tras la publicación del informe, según Bayón & Simón Ruiz (2024): “la compañía catalana cerró este viernes (26 de enero) en Bolsa a 9,56 euros por acción, un 32% menos de los 14,24 euros a los que terminó la sesión del 8 de enero, la anterior a la publicación del informe de Gotham. La compañía ha perdido en este tiempo 2.780 millones de capitalización en Bolsa.” Con respecto a Gotham, el fondo no tardó ni 24 horas tras hacerse público su análisis, en pasar de tener el 0,57% del capital en posición corta a un 0,06%. Se estima que con esta operación ha obtenido cerca de 17 millones tras la operación. (Montero, 2024)

En definitiva, lo sucedido con Grifols refleja el impacto que pueden llegar a tener los *hedge funds* en el valor de las empresas en Bolsa. Muestra como los fondos bajistas pueden llegar a ser los mayores enemigos de empresas cotizadas. Estos se dedican a detectar las debilidades de empresas cotizadas y la redactan informes haciendo esta información pública. Dado el alto grado de credibilidad que poseen, provocan caídas en el precio de cotización de las acciones.



Gráfico 5: Cotización de Grifols en los últimos tres meses. Fuente: Estrategias de Inversión

3.3.2 CASOS DE LOS FONDOS *SPECIAL SITUATIONS* QUE COMPRARON DEUDA SOBERANA ARGENTINA

A finales de 2001, Argentina no era capaz de cumplir con una deuda externa de aproximadamente 132 mil millones de dólares y se declaró en default. El país se encontraba en una grave crisis económica, el producto interior bruto de la nación había disminuido un 28%, más de un quinto de la población no tenía empleo, y un 57,5% de los argentinos vivían en pobreza. (Guzmán & Stiglitz, 2016)

El gobierno argentino realizó dos rondas de reestructuración de su deuda en 2005 y 2010. El Estado se comprometía a pagar parte de la deuda que tenía con sus acreedores cuando la economía del país se recuperara. El 93% de los tenedores de bonos aceptó la propuesta, y la quita media fue aproximadamente de un 65%. En el 7% restante de los propietarios de bonos argentinos que rechazó el acuerdo, se encontraban los fondos que habían comprado bonos después de haber tenido lugar la primera ronda de refinanciación, a una mínima parte de su valor nominal. Fondos *special situations* como NML Capital (subsidiaria de Elliott Management), Aurelius Capital Management, Dart Management, Blue Angel Capital, Bracebridge Capital, Olifant Fund y Montreux Partners entre otros,

pasaron a realizar gestiones judiciales para cobrar el 100% de la deuda original. Además, cabe recordar que, con el fin de proporcionar mayor confianza y seguridad, la deuda emitida por Argentina tenía la jurisdicción de los Estados Unidos, es decir, en caso de polémica, dirime la justicia de este país norteamericano. (Guzmán & Stiglitz, 2016)

El fondo *special situation* NML Capital, demandó en 2005 ante los tribunales de Nueva York a Argentina por incumplimiento de la cláusula *pari passu*. En 2012, el juez federal del distrito sur de Manhattan, Thomas Griesa ordenaba al país sudamericano a pagarle el 100% de la deuda que los fondos *special situations* reclamaban. El fallo del juez de Nueva York quedó firme en 2014, e impedía que Argentina les pagara a aquellos bonistas que sí que aceptaron los canjes de deuda de 2005 y 2010 hasta que no repagara la deuda que tenía con los acreedores demandantes, siendo Argentina declarada en un default parcial o selectivo. (Peregil, 2014)

El 22 de abril de 2016, durante el gobierno de Mauricio Macri, Argentina abonó 9.300 millones de dólares a los fondos especulativos poniendo fin al litigio judicial que comenzó hace más de diez años. Para ello salió a los mercados internacionales colocando nuevos bonos por un valor de 16.500 millones de dólares, acción que no realizaba desde el default de 2001. NML Capital recibió 2,4 mil millones de dólares, obteniendo una ganancia del 340% sobre el valor nominal de los bonos que poseía, y un rendimiento que superaba un 1300% si se considera el precio de compra. (Manzo, 2021) Según el artículo *Argentina Cancela Su Deuda Con Los “Fondos Special situations”* publicado en 2016 en el periódico El Mundo, una vez efectuado el pago a los acreedores demandantes, el juez Griesa levantó la medida que les impedía pagar a los tenedores de deuda reestructurada, y el país sudamericano debía cumplir con el pago de 3.000 millones de dólares al resto de sus acreedores en un plazo de dos semanas.

El caso de Argentina ilustra como los fondos *special situations* no están dispuestos a ceder como hacen la mayor parte de acreedores que aceptaron la reestructuración de la deuda. Estos fondos aprovecharon la situación de un país que se encontraba en una situación extremadamente precaria, para obtener unos beneficios descomunales, y sin importarles que ese dinero podría haber sido destinado a reducir la pobreza de la nación.

3.3.3 LOS FONDOS ACREEDORES TOMAN EL CONTROL DE CELSA

Antes de comenzar con la exposición del caso Celsa, se va a realizar una breve explicación del cambio regulatorio que tuvo lugar en España en 2022, y que es fundamental para comprender cómo se han desarrollado los acontecimientos.

El 6 de septiembre de 2022, se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 16/2022, del 5 de septiembre de 2022, de Reforma del texto refundido de la Ley Concursal, que entró en vigor veinte días después de su publicación.

Con la nueva Ley Concursal, se dejan atrás los “acuerdos de refinanciación” y se implementan los “planes de reestructuración”. De esta forma, se trata de abordar las deficiencias del anterior sistema de insolvencia como la larga duración de los concursos de insolvencia, que tenían una media de 60 meses en 2020, y homogeneizar el marco español con la directiva europea. Además, mediante los mecanismos de reestructuración preventiva, trata de evitar que las empresas tengan que entrar en concurso de acreedores y ofrece planes de reestructuración con el objetivo de que las compañías que sean viables continúen con su actividad. (Gil Fernández-Peñaflor & Arlabán Gabeiras, 2022)

Lo más destacable de esta nueva ley es el aumento de poder que se le otorga al acreedor. En primer lugar, estos han pasado a tener la posibilidad de iniciar el proceso de un plan de reestructuración, sin necesidad de que lo haga la compañía o sus socios o accionistas. En segundo lugar, si la empresa se encuentra en situación de insolvencia actual o inminente (se prevé que no pueda cumplir con sus obligaciones en los siguientes tres meses), la homologación del plan de reestructuración no requiere de la aprobación de los propietarios, a pesar de que el plan contenga medidas de su competencia. En el caso de probabilidad de insolvencia (se prevé que no pueda cumplir con sus obligaciones con vencimiento en los próximos dos años si no se lleva a cabo un plan de reestructuración), sí que se requiere un acuerdo de la junta aprobando el plan. (Gil Fernández-Peñaflor & Arlabán Gabeiras, 2022). Desde la entrada en vigor de esta ley los acreedores pueden llegar a imponer un plan de reestructuración tanto a los dueños de la compañía como a otros acreedores. Adicionalmente, este plan de reestructuración puede contener la capitalización de la deuda, dando lugar a un cambio de control de la compañía en la que los nuevos propietarios serán los acreedores.

En definitiva, esta reforma ha supuesto un cambio en la dinámica de negociaciones de reestructuraciones, situando a los acreedores en una posición más favorable que la que tenían anteriormente.

Los primeros en estrenar el nuevo texto legal fueron los acreedores de Celsa, compañía no cotizada, fundada por la familia Rubiralta, que es la primera en Europa en producir acero circular de bajas emisiones. (CELSA Group, s.f.) Los acreedores de la empresa, fondos como Goldman Sachs, Deutsche Bank y los fondos Anchorage, Capital Group, Attestor Capital, Cross Ocean Partners, GoldenTree Asset Management, Sculptor Capital Management y SVP Global, presentaron el 26 de septiembre de 2022, mismo día en el que entró en vigor la nueva ley Concursal, un plan de reestructuración. En este proponían una quita de 1.291 millones de euros de deuda de un total de 2.300 millones que tenía la compañía, a cambio del 100% de la compañía, convirtiéndose en los nuevos propietarios. Además, también extenderían el vencimiento de 935 millones de euros de deuda durante cinco años. La familia Rubiralta, fundadora del gigante siderúrgico español, se opuso a transferir cualquier cantidad de capital a los acreedores, y proponía una quita de 1.000 millones de euros sin ofrecerle a los fondos ningún tipo de “recompensa”, ya que argumentaba que estos no se la merecían ya que habían comprado la deuda de la empresa en el mercado secundario y a un elevado descuento. (Morcillo & Bayón, 2023)

El Juzgado Mercantil nº 2 de Barcelona designó a Lexaudit como experto en reestructuraciones. La firma pasaba a tener la responsabilidad de analizar las propuestas de ambas partes y redactar informes que deberá entregar al juez.

Uno de los temas que más polémica ocasionó durante el proceso fue la valoración de la compañía catalana. La familia Rubiralta defendía que Celsa cerró el año 2022 con récord de facturación y Ebitda, y contrató al banco de inversión Lazard, quien aseguró que la compañía valía 6.000 millones de euros. (Huguet, 2023c) Sin embargo, Lexaudit tasó la empresa entre 2.400 y 2.775 millones de euros, con un pasivo de 2.700 millones de euros, siendo el 70,96% de este de los fondos los acreedores, y el resto un pool bancario liderado por Caixabank, Santander, Sabadell y BBVA. (Huguet, 2023a) Tras la entrega del informe por parte del experto de reestructuraciones, el futuro de la siderúrgica catalana dependía de lo que sentenciara el Juzgado Mercantil 2 de Barcelona. Durante el mes de febrero, la familia catalana realizó una negociación extrajudicial proponiendo la entrada de los fondos en el capital de la empresa, siempre que no alcanzara el 50%. (Huguet, 2023b)

El pasado mes de septiembre el juez Álvaro Lobato homologó el plan de reestructuración presentado por los fondos, y estos han pasado a ser los accionistas de la empresa, sustituyendo a la familia Rubiralta. Según un artículo publicado por Alimarket, en la

sentencia se advertía que los acreedores “deben cumplir estrictamente sus compromisos, preservando e incrementando el valor de la compañía, manteniendo su integridad, conservando los puestos de trabajo, y ello sin alterar los centros estratégicos de decisión que tanta relevancia tienen para la economía en su conjunto”. (Alimarket Construcción, 2023)

La sentencia ha sido de gran importancia y ha creado gran expectación, ya que ha tenido y tendrá grandes implicaciones en la interpretación de la nueva Ley Concursal. Este ha sido el primer caso desde la entrada en vigor de la ley en la que los acreedores han impuesto vía homologación un plan de reestructuración a los propietarios sin su consentimiento, y se han quedado con la propiedad de la compañía.

Capítulo 4. CONCLUSIONES

En esta sección final de carácter más reflexivo e introspectivo, aportaré mi percepción sobre los *hedge funds* y los fondos *special situations* basada en los hechos recopilados en este estudio.

Uno de los aspectos más beneficiosos que aportan los *hedge funds* es una **mayor eficiencia del mercado**. Mediante sus análisis exhaustivos detectan ineficiencias del mercado y discrepancias de precios en activos financieros que capitalizan gracias a sus múltiples estrategias de inversión. Al explotar estas disparidades de precios logran generar altos rendimientos creando riqueza y crecimiento económico, mientras que reducen la diferencia entre el precio y el valor intrínseco del instrumento financiero.

No obstante, los fondos de cobertura asumen altos niveles de riesgo y se apalancan dada su mentalidad agresiva de maximización de beneficios. Además, como el horizonte de tiempo en el que actúan es muy corto, provoca movimientos de precios bruscos e **inestabilidad en el mercado**. Mediante la difusión de sus informes suavizan la asimetría de información. Sin embargo, si la publicación es una valoración negativa por parte de un *hedge fund*, la reputación de la empresa en cuestión puede verse dañada en gran medida, impidiendo el acceso a financiación, limitando su poder de negociación... Estos informes tienen el poder de hacer quebrar compañías, como se ha comentado en la sección anterior del trabajo, esto sucedió con Gowex tras valorarla Gotham Research City a cero euros. Grifols no ha llegado a ese extremo, pero sí que ha perdido 2.780 millones de capitalización en Bolsa entre el 8 y el 26 de enero de 2024 debido a la publicación del informe realizado por el mismo fondo que para Gowex. No obstante, si estas empresas no hubieran falsificado sus estados financieros, no hubieran sido las protagonistas de dichos informes.

Finalmente, otro aspecto negativo a considerar es que los *hedge funds* tienen requisitos de inversión mínima muy elevados, por lo que los altos rendimientos que estos fondos generan sólo están disponibles para inversores con un alto patrimonio, aumentando la desigualdad de riqueza.

En definitiva, los *hedge funds* contribuyen a una mejora en la eficiencia del mercado, no obstante, también proporcionan inestabilidad, especialmente en situaciones de crisis. Es

por ello, que considero que, para proteger la viabilidad de los mercados financieros a largo plazo, es clave que estas instituciones financieras posean una regulación adecuada.

En cuanto a los fondos *special situations*, a pesar de los preceptos negativos que los rodean debido a su modo agresivo de operar, también aportan beneficios en el mercado financiero. Especialmente cuando empresas o países se encuentran atravesando dificultades financieras. El principal beneficio de estos fondos es que están dispuestos a **proporcionar liquidez** cuando las entidades de crédito tradicionales se niegan o no pueden proporcionarla. Estos fondos ponen el foco en empresas y países que experimentan complicaciones financieras, y tienen la disposición de asumir el riesgo que ello conlleva. Como estos fondos operan con deuda problemática, apenas existen inversores dispuestos a proporcionar capital. Estos aprovechan la oportunidad para cobrar intereses muy por encima de las tasas medias, compensando así el riesgo que asumen. Esta aportación de liquidez puede ayudar a empresas y países a superar su crisis y evita la bancarrota. Adicionalmente, como los fondos *special situations* hacen lo que sea necesario para recobrar su préstamo, promueven la responsabilidad y la gestión prudente de la deuda.

A pesar de inyectar capital en momentos de verdadera necesidad, estos fondos también albergan aspectos perjudiciales. Por lo que son conocidos los fondos *special situations* es por sus tácticas de negociación agresivas y por llevar a empresas e incluso países ante los tribunales con el fin de recuperar la totalidad de su deuda. Sus **prácticas** han sido consideradas **poco éticas** porque a diferencia de otros acreedores que tratan de reestructurar la deuda de la entidad en la que han invertido, para que esta pueda recuperarse, los fondos generalmente simplemente se preocupan por recuperar el repago total de su deuda a pesar de que esto empeore la situación financiera de la entidad. La insistencia por un reembolso total a toda costa también es criticada porque generalmente estos fondos adquieren la deuda en el mercado secundario a un precio muy inferior al valor nominal, o han sido el prestamista original, pero cobrando un interés tan sumamente elevado que resulta insostenible en el largo plazo. La forma de operar de estos fondos es legal ya que son sus derechos como acreedores, no obstante, considero que debería ser regulada ya que ha habido casos en los que países en desarrollo se han visto obligados a desviar recursos que iban destinados a atención sanitaria, educación, reducción de pobreza... para pagarle a los fondos.

En definitiva, considero que los fondos *special situations* son realmente útiles para empresas que se encuentran en situaciones financieras complicadas, ya que sin la existencia de estos agentes financieros no conseguirían financiamiento. Pienso que proporcionan a estas empresas una segunda oportunidad para recuperarse, aunque a un alto coste debido a los tipos de interés que los fondos cobran por estos préstamos. No obstante, sin esta inyección de capital estas empresas pasarían a encontrarse en situación de bancarrota.

En mi opinión, es fundamental realizar una distinción entre el ámbito corporativo y la compra de deuda soberana. Si un país entra en estado de *default* afecta a una escala mucho más masiva, y tiene impactos socioeconómicos que afectan a servicios esenciales como la salud, educación infraestructura... Por ello considero imprescindible que se establezcan límites en cuanto a la cantidad de deuda soberana que pueda adquirir un fondo *special situations* y que se definan normas que protejan los sectores básicos para la ciudadanía. Ya hay países que están regulando la forma de operar de estos fondos con deuda soberana. El primero en crear una normativa estricta fue Bélgica, donde la ley impide que los fondos obtengan más de lo que han pagado en la recompra de deuda.

Al cierre de este trabajo, es posible afirmar que tanto los *hedge funds* como los fondos *special situations* juegan un papel fundamental en la mejora de la eficiencia de los mercados financieros y en la proporción de liquidez. No obstante, dado el modo arriesgado de operar de ambos, y las prácticas agresivas que llevan a cabo los fondos *special situations*, es imprescindible que operen dentro de un marco regulatorio definido. Esta regulación tiene como objetivo garantizar una forma de operar justa y transparente por parte de los fondos, mientras que continúan contribuyendo a la eficiencia del mercado y potenciando el crecimiento económico sin comprometer la estabilidad financiera.

Capítulo 5. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Clara de Soto Vergara, estudiante de Administración y Dirección de Emoresas de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "ANÁLISIS DE LA NATURALEZA, ROL E IMPACTO EN LA ECONOMÍA DE LOS *HEDGE FUNDS*", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
2. **Estudios multidisciplinares:** Para comprender perspectivas de otras comunidades sobre temas de naturaleza multidisciplinar.
3. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
4. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
5. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
6. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 18/03/2024

Firma:  _____

Capítulo 6. REFERENCIAS

Alimarket Construcción. (2023, 5 septiembre). *El juez da la razón a los acreedores y les permite tomar el control de Celsa*. Alimarket.

[https://www.alimarket.es/construccion/noticia/376112/el-juez-da-la-razon-a-los-
acreedores-y-les-permite-tomar-el-control-de-celsa](https://www.alimarket.es/construccion/noticia/376112/el-juez-da-la-razon-a-los-acreedores-y-les-permite-tomar-el-control-de-celsa)

Argentina cancela su deuda con los “fondos buitres.” (2016, 22 abril). EL MUNDO.

<https://www.elmundo.es/economia/2016/04/22/571a5d0ce5fdeaa2708b45d5.htm>

1

Arquitas. (2018, November 13). *Fondos Buitre, cómo Actúan y qué BUSCAN*.

Arquitas. [https://arquitas.com/fondos-buitres-ancianos-
viviendas/#:~:text=Los%20fondos%20buitres%20inmobiliarios%20son](https://arquitas.com/fondos-buitres-ancianos-viviendas/#:~:text=Los%20fondos%20buitres%20inmobiliarios%20son)

Bayón, Á., & Simón Ruiz, A. (2024, 26 enero). *Grifols demanda a Gotham City en EE UU por “falsedades” y pide una compensación económica*. Cinco Días.

[https://cincodias.elpais.com/companias/2024-01-26/grifols-demanda-a-gotham-
city-en-ee-uu-y-pide-una-compensacion-economica.html](https://cincodias.elpais.com/companias/2024-01-26/grifols-demanda-a-gotham-city-en-ee-uu-y-pide-una-compensacion-economica.html)

BBVA AM España. (2021, 22 febrero). *Los 6 riesgos de la inversión: cuáles son y cómo evitar caer en ellos*. BBVA Asset Management.

[https://www.bbvaassetmanagement.com/es/actualidad/los-6-riesgos-de-la-
inversion-cuales-son-y-como-evitar-caer-en-ellos/](https://www.bbvaassetmanagement.com/es/actualidad/los-6-riesgos-de-la-inversion-cuales-son-y-como-evitar-caer-en-ellos/)

Blanco, C. (2021, 3 septiembre). *Escala de riesgo en fondos de inversión y tipos de fondos*. Estrategias de Inversion.

[https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/analisis-
fondos/escala-de-riesgo-en-fondos-de-inversion-y-tipos-n-483029](https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/analisis-fondos/escala-de-riesgo-en-fondos-de-inversion-y-tipos-n-483029)

Brun Lozano, X. (2006). *Fuentes de Riesgo en los Fondos de Inversión Libre (Hedge Funds)* (pp. 215–350).

https://www.tesisenred.net/bitstream/handle/10803/2146/XBL_TESIS.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Castelló Llantada , C., & Rodrigo Palacios, N. (2024, 9 enero). *Claves / Las cinco denuncias del informe de Gotham que han hundido a Grifols en Bolsa*. Cinco Días. <https://cincodias.elpais.com/companias/2024-01-09/claves-las-cinco-denuncias-del-informe-de-gotham-que-han-hundido-a-grifols-en-bolsa.html>

CELSA Group. (s.f.). *Conócenos*. Celsa Group. Retrieved March 15, 2024, from <https://www.celsagroup.com/conocenos/>

CNMV. (s.f.-a). Fondos cotizados (ETF). In *Guía de CNMV*.

<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR06 ETF.pdf>

CNMV. (s.f.-b). Los fondos de inversión libre. In *Guía de CNMV*. Retrieved January 16, 2024, from

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/GR10_Fondos_de_inversion_libre.pdf

CNMV. (s.f.-c). Los fondos de inversión y la inversión colectiva Guía. In *Guía de CNMV*. Retrieved January 16, 2024, from

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/G06_Fondos_IIC.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores . (2006). *Estudio sobre la industria de los hedge funds*. CNMV.

Connor, G. (s.f.). *An Introduction to Hedge Funds* (M. Woo, Ed.). London School of Economics and Political Science.

Dario. (2022, 18 marzo). *2 y 20 - Cómo funciona la estructura de comisiones de los fondos de cobertura 2 y 20*. Recursos Financieros Para Empresas.

<https://villamaltes.es/2-y-20-como-funciona-la-estructura-de-comisiones/>

Faster Capital. (2023a, 17 diciembre). *Reestructuración exitosa de la reestructuración*

como los fondos buitres impulsan la recuperación. FasterCapital.

<https://fastercapital.com/es/contenido/Reestructuracion--exito-de-la-reestructuracion--como-los-fondos-buitre-impulsan-la-recuperacion.html#estrategias-empleadas-por-los-fondos-buitre-para-impulsar-reestructuraciones-exitosas>

Faster Capital. (2023b, 22 diciembre). *Fondos de cobertura explorar el papel de los fondos de cobertura en fondos de inversión privada.* FasterCapital.

<https://fastercapital.com/es/contenido/Fondos-de-cobertura--explorar-el-papel-de-los-fondos-de-cobertura-en-fondos-de-inversion-privada.html#Introduccion-a-los-fondos-de-cobertura>

Fuentes, I. (2024, 9 enero). *Gotham, el fondo que alertó del fraude de Gowex, apunta a la compañía Grifols: “Sus acciones probablemente valen cero.”*

Www.20minutos.es - Últimas Noticias.

<https://www.20minutos.es/noticia/5207276/0/gotham-fondo-alerto-fraude-gowex-apunta-ibex-grifols-no-invertir-acciones/>

Gil Fernández-Peñaflor, E., & Arlabán Gabeiras, B. (2022). Los Planes de

Reestructuración. In *Actualidad Jurídica Uría Menéndez* (pp. 30–70).

<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/8154/documento/art02.pdf?id=13116&forceDownload=true>

Grifols. (2019). *La compañía | Grifols.* Grifols.com.

<https://www.grifols.com/es/company>

Guzmán, M., & Stiglitz, J. E. (2016, 1 abril). *Cómo los fondos buitres se aprovecharon de Argentina.* *The New York Times.*

<https://www.nytimes.com/es/2016/04/01/espanol/opinion/como-los-fondos-buitre-se-aprovecharon-de-argentina.html>

- Habet Abogados. (2021, 20 agosto). *Fondos buitres: qué son y cómo operan*. Habet Abogados. <https://habet.es/fondos-buitre-que-son-como-operan/#:~:text=Los%20fondos%20buitre%20o%20holdouts>
- Hedge Lists. (s.f.). *Top 250 Hedge Funds 2023 - Largest Hedge Funds by AUM*. Hedge Lists. <https://hedgelists.com/top-250-largest-hedge-funds-2023/>
- Huguet, C. (2023a, 4 enero). *Los fondos de Celsa recurren a Glas para probar que suman el 70% de la deuda*. ElEconomista.es. <https://www.eleconomista.es/industria/noticias/12097183/01/23/Los-fondos-de-Celsa-recurren-a-Glas-para-probar-que-suman-el-70-de-la-deuda.html>
- Huguet, C. (2023b, 2 febrero). *Los Rubiralta ceden y se abren a que los fondos entren en Celsa*. ElEconomista.es. <https://www.eleconomista.es/industria/noticias/12133828/02/23/Los-Rubiralta-ceden-y-se-abren-a-que-los-fondos-entren-en-Celsa-.html>
- Huguet, C. (2023c, 9 marzo). *Los Rubiralta y los fondos se enzarzan por la valoración de Celsa*. ElEconomista.es. <https://www.eleconomista.es/industria/noticias/12181722/03/23/Los-Rubiralta-y-los-fondos-se-enzarzan-por-la-valoracion-de-Celsa-.html>
- Inverco. (2024). *Ventajas de los Fondos de Inversión*. Inverco.es. <https://www.inverco.es/20/23/26>
- Jobman, D. (2002). The Handbook of Alternative Investments. *The Journal of Alternative Investments*, 5(1), 89–90. <https://doi.org/10.3905/jai.2002.319048>
- Kupelian, R., & Rivas, M. S. (2014, febrero). *Vulture Funds: The Lawsuit Against Argentina and the Challenge they Pose to the World Economy*. Working Paper N° 24. https://www.smallake.kr/wp-content/uploads/2014/08/Working_Paper_49.pdf

- Manzo, A. (2021). *Condiciones institucionales que posibilitan la existencia de los “fondos buitres”: la dilución del principio de inmunidad soberana en el caso NML vs Argentina* (pp. 274–275). Ius et Praxis.
<https://www.scielo.cl/pdf/iusetp/v27n3/0718-0012-iusetp-27-03-261.pdf>
- Matesanz, V. (2023, 13 julio). *Tipos de fondos de inversión: ¿cómo se clasifican?* - Vanesa Matesanz. Finect.
<https://www.finect.com/usuario/vanesamatesanz/articulos/tipos-fondos-inversion>
- Montero, H. (2024, 10 enero). *Gotham hace caja tras su ataque a Grifols y gana 17 millones antes del repunte de las acciones*. La Razón.
https://www.larazon.es/economia/gotham-gana-17-millones-dia-ataque-grifols_20240110659ebda9872b820001269b61.html
- Morcillo, N., & Bayón, Á. (2023, 4 septiembre). *El juez da vía libre a los fondos para que tomen el control de Celsa*. Cinco Días.
<https://cincodias.elpais.com/companias/2023-09-04/el-juez-da-via-libre-a-los-fondos-para-que-tomen-el-control-de-celsa.html>
- Moreno Mendieta, M. (2019, 16 noviembre). *El fondo que convierte 100 dólares en 400 millones en 30 años*. Cinco Días.
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/11/15/mercados/1573831472_956898.html
- Noguer, M. (2008, febrero). *El enigmático mundo de los hedge funds: beneficios y riesgos*. Documentos de Economía “La Caixa.”
https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2016/09/de09_esp.pdf
- PDI Staff. (2023, 3 abril). *Distressed debt fundraising: The key numbers*. Private Debt

Investor. <https://www.privateinvestor.com/distressed-debt-fundraising-the-key-numbers/>

Peregil, F. (2014, 7 julio). Thomas Griesa, el juez que tiene a Argentina al borde del impago. *El País*.

https://elpais.com/economia/2014/07/06/actualidad/1404664188_548815.html?event_log=oklogin

Ruiz de Gauna, C. (2023, 10 abril). *Alfred Winslow-Jones, el espía antinazi que lanzó el primer hedge fund*. EXPANSION.

<https://www.expansion.com/mercados/2023/04/06/642ac09fe5fdeac5618b4772.html>

Santos, K. (2009). Corporate credit ratings: a quick guide. In *Treasurer's Companion: Capital markets and funding* (pp. 45–49).

<https://www.treasurers.org/ACTmedia/ITCCMFcorpcreditguide.pdf>

Vargas Martín, J. (2023, 15 marzo). *Inquilinos afectados por las fuertes subidas del alquiler de Blackstone protestan en una sede del fondo buitre*. Público.

<https://www.publico.es/economia/inquilinos-afectados-fuertes-subidas-alquiler-blackstone-protestan-sede-fondo-buitre.html>

Wozny, L. (2017). *National Anti-Vulture Funds Legislation: Belgium's Turn* (pp. 702–712).

<https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/AttorneyPubs/WLRK.27710.17.pdf>