



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Grado

El uso de las posiciones cortas en los Hedge Funds:  
caso GameStop y regulación española.

Adrián Díez Ibáñez

D. Carlos Gimeno Díaz

Universidad de Zaragoza  
Facultad de Economía y Empresa  
Grado en Administración y Dirección de Empresas, docencia en inglés

2020-2021

# Índice

1. Resumen .....	3
2. Introducción.....	4
3. Objetivos del trabajo.....	6
4. Descripción de la metodología empleada.....	7
5. Hedge funds, fondos de cobertura o fondos de inversión libre .....	8
5.1. Origen.....	8
5.2. Definición.....	9
5.3. Características básicas.....	11
5.4. Agentes partícipes en los Hedge Funds .....	14
5.5. Comparación: Hedge Funds vs. Fondos de Inversión tradicionales .....	17
5.6. Ventajas y desventajas de los Hedge Funds.....	19
6. Caso GameStop .....	22
6.1. Posiciones cortas, ventas en corto, inversores bajistas .....	22
6.2. Caso GameStop: Descripción de los hechos.....	25
6.3. Principales afectados.....	28
6.4. Implicaciones para el futuro.....	33
7. Posiciones cortas en España .....	36
7.1. Regulación según la CNMV .....	36
7.2. Restricciones de la CNMV a posiciones cortas en España.....	39
7.3. Consecuencias de un “caso GameStop” en España .....	43
7.4. Posiciones cortas más relevantes en el mercado español actual .....	44
8. Conclusiones.....	46
9. Referencias bibliográficas .....	49

## 1. Resumen

El presente estudio trata de analizar las características y funcionamiento de los Hedge Funds, un vehículo de inversión alternativo a los fondos tradicionales, con los que se realiza una comparación para descubrir las ventajas que ofrecen y los riesgos que implican.

A su vez, una de las principales estrategias empleadas en este tipo de fondos, las ventas corto, protagonizan el denominado “caso GameStop”. Dicho episodio se describe con especial detenimiento para observar las consecuencias de un estrangulamiento masivo de las posiciones cortas en los grandes fondos de cobertura, principales afectados.

Por último, se acerca el “caso GameStop” al territorio español para analizar las posibles consecuencias que habría tenido de acuerdo a la legislación vigente en España. También se detallan las restricciones impuestas por la CNMV a las ventas en corto en la historia financiera reciente, así como la situación actual de las posiciones cortas más relevantes en el mercado financiero español.

### **Abstract**

The present final dissertation pretends to analyse the main characteristics and functioning of Hedge Funds, an alternative investment vehicle to the common investment funds, with which a comparison is made to find out its advantages and the risks involved.

One of the principal strategies used in this kind of funds, in turn, is the short selling, which are the responsible for the so-called “GameStop case”. This episode is described with close attention in order to observe the consequences of a massive short squeeze on several important Hedge Funds, the main damaged.

Finally, the “GameStop case” is brought closer to the Spanish territory to study the possible consequences it would have had according to the legislation in force in Spain. In addition, the restrictions imposed by the CNMV on short positions along the recent financial history are detailed, as well as the current situation of the most relevant short positions in the Spanish financial market.

## 2. Introducción

Los Hedge Funds, también conocidos como fondos de cobertura o fondos de inversión libre, son un tipo de inversión alternativa que cuenta con características peculiares. Por ello, este Trabajo de Fin de Grado se centra en su análisis, desde su origen, con las definiciones de los principales organismos financieros, destacando las características más relevantes y enumerando los agentes que participan en ellos. De esta manera se intenta explicar y exponer un tipo de inversión cada vez más empleado pero poco conocido en España.

Estos fondos se caracterizan por la enorme flexibilidad que disponen a la hora de implementar sus estrategias, ya que pueden invertir en cualquier tipo de activo, escoger las operaciones que consideren más apropiadas e incluso endeudarse en mayor medida que los fondos tradicionales mediante el apalancamiento.

Sin embargo, dicha flexibilidad no solo se traduce en la búsqueda de los máximos retornos absolutos posibles, aprovechando tanto las épocas alcistas como bajistas del mercado, sino que también conlleva asumir riesgos mayores. Por ello, los Hedge Funds se dirigen a instituciones o inversores cualificados, con cuantías de desembolso iniciales elevadas.

Una de las estrategias más utilizadas en estos fondos son las ventas en corto. Este instrumento de inversión se puede considerar el opuesto a las inversiones de compra-venta de acciones en largo. A grandes rasgos, estas inversiones se benefician de las bajadas de precio que sufren las acciones. Los inversores bajistas toman prestadas acciones de empresas que prevén que su valor descienda, vendiéndolas en el momento de recibir el préstamo. En la fecha de vencimiento del préstamo, el inversor deberá recomprar el mismo número de acciones que recibió para devolvérselas al propietario. En ese momento, si el precio de la acción ha descendido, la ganancia será la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra. Por contrario, si el precio de la acción ha ascendido, el inversor obtendrá pérdidas ya que el valor de recompra será superior al de venta. Este funcionamiento implica un gran riesgo, ya que las pérdidas son ilimitadas: cuanto más aumente el precio de la acción, mayor será la pérdida.

De este último supuesto surge el llamado “caso GameStop”. Grandes fondos de inversión libre estadounidenses poseían numerosas posiciones cortas en sus carteras de inversión, entre ellas de la empresa de videojuegos GameStop. Estos fondos apostaban

por la quiebra de la empresa, cuyas expectativas eran complicadas debido al auge de las tiendas online que permiten la compra de videojuegos sin necesidad de acudir a las tiendas físicas. Sin embargo, todo dio un vuelco a finales de enero de 2021.

A través de una conocida red social, Reddit, miles de foreros conocieron la situación en la que se encontraba la empresa, así como las intenciones de los poderosos fondos de inversión. Decidieron contrarrestar los efectos que estaban causando las posiciones cortas en GameStop, por lo que decidieron realizar una compra conjunta masiva de acciones. Esto provocó la subida descontrolada del precio de la acción, pasando de los 17\$ hasta casi los 350\$ en poco más de dos semanas, causando pérdidas millonarias en hedge funds como Melvin Capital Management o Citadel LLC. Otros de los afectados, positiva o negativamente, fueron la plataforma de inversión online Robinhood, el youtuber financiero Keith Gill o la red social Reddit, quienes también tuvieron que declarar en el Congreso estadounidense para esclarecer los hechos ocurridos.

Todos estos hechos tuvieron lugar en el mercado financiero de Estados Unidos, donde la regulación es más laxa que en España. En nuestro país, la Comisión Nacional del Mercado de Valores se encarga de regular las ventas en corto de acuerdo al Reglamento de la Unión Europea 236/2012, donde la mayor transparencia respecto a este tipo de inversión es la medida más destacable. De esta manera, se obliga a notificar y publicar el volumen de posiciones cortas de acuerdo a los umbrales dictados por dicha regulación.

Además, la CNMV tiene la autoridad para restringir estas operaciones cuando lo crea necesario, siempre y cuando esté basado en motivos demostrables y suficientes. Así lo hizo en distintas situaciones como tras la crisis inmobiliaria de 2008, por la disolución del Banco Popular Español, S.A. en 2017 o por la crisis económica causada por el COVID-19 en 2020.

Como se puede observar, la regulación en el territorio español es más restrictiva, por lo que las consecuencias que podría tener un “caso GameStop” en el país serían mucho mayores, pudiendo llegar a ser objeto de penas de hasta cinco años de prisión o 30 millones de euros por considerarse manipulación del mercado.

Por último, a pesar de esta mayor regulación, las empresas españolas también son objeto de inversiones bajistas de distintos fondos internacionales, siendo el valor de esta inversión de más de 2.200 millones de euros.

### 3. Objetivos del trabajo

Los objetivos principales de este trabajo pueden englobarse en cuatro apartados principales. Partiendo desde el análisis básico de los Hedge Funds, con sus principales características y participantes, el estudio terminará analizando el llamado “caso GameStop”, con sus consecuencias sobre este tipo de productos financieros. También se estudiará el citado caso desde una perspectiva nacional, de acuerdo a la regulación del mercado financiero español.

Estos objetivos se ven reflejados en los siguientes puntos:

- Análisis de los Hedge Funds o Fondos de Cobertura, también llamados Fondos de Inversión Libre, conociendo sus principales características y los distintos agentes que participan en ellos.
- Realizar una comparación con los fondos de inversión tradicionales, destacando sus ventajas y desventajas en relación a ellos.
- Conocer las denominadas “posiciones cortas”, principal desencadenante del caso GameStop, así como los fondos de inversión libre más afectados por dicho caso.
- Estudiar el uso de las posiciones cortas o inversiones bajistas en España, reguladas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y las consecuencias legales que hubiera supuesto un caso GameStop en el territorio español.

## 4. Descripción de la metodología empleada

### ➤ **Tipo de información:**

Por un lado, la información utilizada para el desarrollo de este trabajo es de carácter secundario, es decir, información publicada por instituciones y organismos encargados de la regulación y correcto funcionamiento de los mercados financieros, y más concretamente de este tipo de fondos. Además, también se han empleado páginas web, estudios, manuales académicos y textos periodísticos enfocados en dicha materia, tanto a nivel nacional como internacional. La información obtenida ha sido tanto cualitativa como cuantitativa, permitiendo la correcta explicación de los distintos aspectos y su mayor comprensión.

### ➤ **Metodología:**

Por otra parte, la metodología llevada a cabo ha sido, principalmente, exploratoria y descriptiva, pudiendo establecer a su vez métodos deductivos dentro de cada apartado, es decir, partiendo de definiciones generales hasta concretar elementos más específicos. Para ello, se ha trabajado mediante la búsqueda de información teórica sobre este tipo de producto financiero, recogiendo datos de las fuentes de información más relevantes para su posterior estudio y análisis. La elaboración de tablas y gráficos ha permitido una mejor explicación y comprensión, tanto de los aspectos más teóricos como de los hechos ocurridos bajo estudio. Finalmente, se han podido describir las conclusiones más significativas en relación a los Hedge Funds y al uso de las posiciones cortas como método de inversión debido a la naturaleza descriptiva de la metodología empleada.

## 5. Hedge funds, fondos de cobertura o fondos de inversión libre

### 5.1. Origen

El origen de estos fondos se remonta al Estados Unidos de 1949. Alfred Winslow Jones, sociólogo y periodista financiero australiano, ideó una estrategia de inversión que, de acuerdo a sus estudios, era mucho mejor que las utilizadas hasta entonces.

Diseñó una cartera de inversión compuesta por posiciones cortas y largas mediante apalancamiento para potenciar el impacto de los futuros retornos de las inversiones realizadas. Estableció el primer fondo de fondos ajenos por valor de 60.000 dólares, además de 40.000 dólares de su propio bolsillo. Por un lado, realizaba ventas en corto o al descubierto, pidiendo prestado ciertos títulos que preveía caería su precio para venderlos y recomprarlos más tarde a un precio menor, devolviéndoselos así a su propietario una vez finalizado el préstamo. Por otro lado, empleaba fondos prestados para realizar sus inversiones, lo que se denomina como apalancamiento, pudiendo así realizar mayores inversiones a cambio de intereses. De esta manera conseguía reducir el riesgo de la cartera y maximizar su rentabilidad.

Según Jones, la inversión en valores causaba dos tipos de riesgo: un riesgo específico, derivado de la selección particular de cada valor; y el riesgo de mercado, asumido por cualquier inversión. Por ello, su principal objetivo era el de separar y reducir ambos tipos de riesgo, mediante las ventas al descubierto (riesgo de mercado) y el apalancamiento en los activos seleccionados con mayores retornos (riesgo específico).

La estrategia que Jones realizaba en la práctica era comprar títulos que consideraba infravalorados (posición larga) y vender al descubierto valores que consideraba sobrevalorados (posición corta), consiguiendo que el fondo estuviera cubierto o, en inglés, “hedged”. Si el mercado subía, sus posiciones largas subirían, pero tendría pérdidas con las ventas en corto; si el mercado bajaba, sus ventas en corto compensarían el menor valor de las posiciones largas. De esta manera se creó el término «hedge funds». Puede encontrarse una explicación más detallada en [1].

## 5.2. Definición

Para comenzar, es necesario señalar que existen muchas definiciones de hedge fund (o fondo de cobertura, en su traducción literal al castellano, o fondo de inversión libre), y no hay ninguna que esté universalmente aceptada. En la práctica, es complejo describir de forma completa lo que es un hedge fund, ya que hace referencia a una serie de vehículos de inversión muy heterogéneos y con características muy diversas.

Por ello, nos podemos referir a algunas definiciones que promulgan distintos autores y organismos encargados de la supervisión y control de los mercados financieros sobre estos productos de tan complejas características. Todos ellos llegan a un mismo consenso acerca de la dificultad para encontrar una única correcta definición.

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) define los fondos de inversión libre como fondos que *“no están sujetos a las restricciones de inversión establecidas para la mayor parte de los fondos: pueden invertir en cualquier tipo de activo, seguir la estrategia de inversión que consideren más apropiada y endeudarse en mayor medida que el resto de los fondos (hasta varias veces su patrimonio). En general son productos poco líquidos, ya que tienen la posibilidad de permitir los reembolsos sólo cada tres o seis meses. Por tanto, la inversión en fondos de inversión libre puede llevar aparejada significativos niveles de riesgo. Debido a sus especiales características, se dirigen a clientes profesionales (bancos, aseguradoras, fondos de pensiones...), o clientes no profesionales pero con una inversión mínima de 100.000 euros y dejando constancia por escrito de que se conoce los riesgos de la inversión.”* [2]
- El Banco Central Europeo (BCE) define los hedge funds como *“cualquier organismo de inversión colectiva, independientemente de su estructura legal según las leyes nacionales, que aplique estrategias de inversión relativamente sin restricciones para lograr rendimientos absolutos positivos, y cuyos administradores, además de los honorarios de administración, sean remunerados en relación con el rendimiento del fondo. A tal efecto, los fondos de cobertura tienen pocas restricciones sobre los tipos de instrumentos financieros en los que pueden invertir y, por lo tanto, pueden emplear de manera flexible una amplia variedad de técnicas financieras, que incluyan apalancamiento, ventas en corto o cualquier otra técnica”.* [3]

- *“Los fondos de cobertura reúnen el dinero de los inversores e invierten en valores u otros tipos de inversiones con el objetivo de obtener rendimientos positivos. Los fondos de cobertura no están tan regulados como los fondos mutuos y, por lo general, tienen más margen de maniobra que los fondos mutuos para realizar inversiones y estrategias que pueden aumentar el riesgo de pérdidas de inversión. Los fondos de cobertura se limitan a inversores más adinerados que pueden pagar las tarifas y los riesgos más elevados de la inversión en fondos de cobertura, así como a inversores institucionales, incluidos los fondos de pensiones.”* Así es como la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Commission), comúnmente conocida como la SEC, define este tipo de producto financiero. [4]

A partir de estas tres definiciones de organismos muy relevantes tanto a nivel nacional como internacional, podemos observar una línea común sobre la amplitud de estrategias a seguir mediante este tipo de producto. Esa amplitud es lo que hace más complicada su definición y, sobre todo, su gestión. Por ello, todos coinciden en que son productos destinados a inversores con claros conocimientos financieros y especialmente adinerados, incluso siendo un requisito para poder tener acceso a ellos.

Además, hacen hincapié en la necesidad de dejar constancia del gran riesgo asumido por los inversores, ya que la regulación sobre estos vehículos financieros es mucho más laxa en comparación con el resto de fondos de inversión tradicionales. Por último, también cabe destacar la importancia que se atribuye a los gestores de estos fondos, que precisan de conocimientos más profundos debido a la multitud de posibilidades de inversión, asumiendo grandes responsabilidades por la gestión de sumas de dinero muy elevadas. Para su eficiente gestión, éstos también son remunerados en relación al rendimiento del fondo.

En las distintas definiciones se vislumbran algunas de las características básicas de los fondos de inversión libre. A continuación, se destacarán las más relevantes.

### 5.3. Características básicas

Como se viene remarcando ya en apartados anteriores, este producto es muy complejo debido a la amplitud de opciones que presenta, conllevando una gran diversidad de características, siendo incluso algunas únicas de cada fondo. Sin embargo, hay ciertos aspectos en los que coinciden los distintos autores y organismos, pudiendo llegar a un consenso en las que se considerarán características básicas por su mayor relevancia.

- Los hedge funds son productos destinados, principalmente, a **instituciones e inversores cualificados** [5], debiendo dejar constancia del conocimiento del riesgo asociado a ellos.
- La **inversión mínima** en estos productos es muy elevada. De acuerdo a la CNMV, el importe mínimo en España es de 50.000 euros. En Estados Unidos, esta cantidad suele ascender a los 100.000 dólares, pero además se exige ser un “inversor acreditado”, lo que viene determinado por el nivel de ingresos (200.000 dólares en cada uno de los dos años anteriores) o por la riqueza neta personal (más de un millón de dólares).
- Una de las principales características es la **gestión activa** de estos productos. Los gestores asumen una mayor participación en la gestión de las carteras, buscando obtener el mayor beneficio de los desajustes e ineficiencias del mercado.
- Los propios **gestores**, además, son **partícipes** de los fondos, lo que puede generar una mayor confianza en ellos debido a que su propio patrimonio también depende directamente de su desempeño, reafirmando el punto anterior.
- La gestión de estos fondos goza de mucha **flexibilidad**. Las estrategias empleadas pueden no estar permitidas para la gestión de los fondos tradicionales, como puede ser el caso de ventas al descubierto, el uso de derivados financieros, el apalancamiento o la libre distribución de la cartera. Por ello, la correlación con los fondos tradicionales o con ciertos mercados es baja.

- Todas las estrategias van dirigidas a la obtención de un **retorno absoluto**. Esto quiere decir que buscan conseguir resultados positivos tanto si el mercado sube como si baja.
- Las **comisiones** suelen ser superiores en estos productos. Se suele emplear la estructura tarifaria de 2 y 20: 2% de comisión de gestión fija y un 20% sobre el rendimiento generado. Esta comisión según rendimiento también causa una mayor implicación del gestor en el fondo.
- La **liquidez** de este tipo de fondos es menor a los fondos tradicionales. Esto se debe a la estrategia de inversión a largo plazo, con límites de suscripción y reembolso con frecuencias trimestrales o semestrales. Tampoco se establecen porcentajes de liquidez de obligado mantenimiento.
- Una de las características consideradas negativas de estos productos es la **falta de transparencia**. Ello viene dado por la ausencia de información y de una regulación clara, también influenciado por el domicilio de dichos fondos. La gran mayoría se constituyen en paraísos fiscales o centros financieros “offshore” como Suiza, Irlanda, Luxemburgo, Bahamas, Islas Caimán o Panamá. En cambio, en casi todos los países se permite la comercialización de hedge funds.
- Por último, se puede afirmar que el **riesgo** asumido es superior al de otros productos financieros. Todos los puntos anteriormente descritos causan distintos riesgos que deben ser conocidos y asumidos por los inversores, siendo conscientes de la complejidad del producto en el que están invirtiendo.

A continuación, en la tabla 1, se ven resumidas las características previamente explicadas, encontrándose con mayor detalle en [6]. Es necesario volver a recalcar que éstas son algunas de las más relevantes, pero se podría enumerar una gran lista de aspectos diversos atendiendo a cada uno de los distintos y numerosos fondos de inversión libre.

Tabla 1. Características básicas de los Hedge Funds.

<b>Características básicas de los Hedge Funds</b>	
Público objetivo - Target	Instituciones e inversores cualificados
Inversión mínima	- España: 50.000€ - EEUU: “inversor acreditado”, mínimo de 100.000\$ más requisitos económicos
Gestión activa	Continua gestión de la cartera, siendo también los gestores partícipes de los fondos con su propio patrimonio
Flexibilidad	Multitud de estrategias con diferentes productos financieros poco o nada empleados en otros fondos
Retorno absoluto	Buscar resultados positivos tanto con mercados alcistas como bajistas.
Comisiones	Superiores, estructura tarifaria 2 y 20 (fija y sobre rendimiento)
Liquidez	Baja frecuencia de reembolso, sin porcentajes de liquidez preestablecidos
Transparencia	Falta de información y regulación concreta
Domicilio	Paraísos fiscales “offshore”: Luxemburgo, Bahamas, Islas Caimán, Panamá...
Riesgo	Muy elevado

Fuente: Elaboración propia

## 5.4. Agentes partícipes en los Hedge Funds

En los fondos de inversión libre aparecen distintas figuras que participan de una manera u otra en ellos, ya sea en la gestión, administración, inversión o asesoramiento. A continuación se detalla el papel que desempeña cada uno de ellos en dicho producto, especificando las funciones y destacando las particularidades con respecto a otros productos financieros tradicionales.

### Inversores

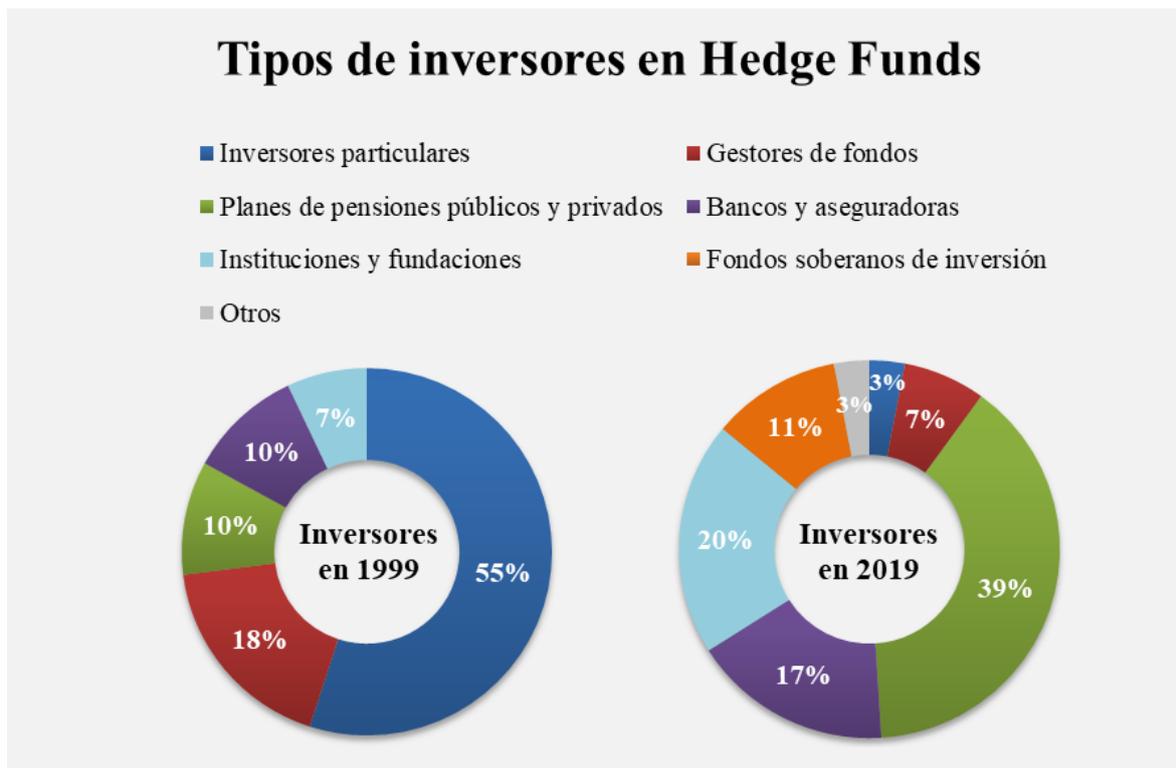
Por un lado, encontramos al inversor, actor principal en la contratación de cualquier producto financiero. Ésta es una de las características más relevantes de este tipo de fondos, diferenciándolos de los demás fondos de inversión.

Como se ha comentado en el apartado anterior, el público objetivo de este producto se centra en particulares con grandes patrimonios e instituciones inversoras. Los límites establecidos para la inversión mínima provocan que solo las grandes riquezas u organismos interesados puedan permitirse este vehículo de inversión. Además, la gran mayoría de pequeños inversores no poseen el conocimiento necesario para contratar un producto tan complejo y arriesgado. Por ello, los inversores que contratan un hedge fund han de ser considerados “inversores cualificados”.

Cabe destacar la evolución del perfil de inversor que ha sufrido este tipo de producto. Hasta la década de los 90, los grupos familiares con fortunas multimillonarias, considerados inversores particulares, predominaban en las inversiones en fondos libres. En menores porcentajes participaban los propios gestores de los fondos, planes de pensiones y algunos bancos y aseguradoras. Sin embargo, a partir de los 2000, a medida que la información sobre este producto aumentaba, las instituciones comenzaron a ser los mayores inversores. Éstas podían asumir mayores cantidades en la inversión, ajustando sus perfiles de beneficio al riesgo asumido.

En el siguiente gráfico se puede observar la distribución de los inversores de acuerdo a su naturaleza, comparando el peso de cada perfil inversor en el año 1999 con el año 2019.

Gráfico 1. Tipos de inversores en Hedge Funds.



Fuente: Hennessee Group; Prequin

Se observa claramente la pérdida de peso de los inversores particulares en los 20 años reflejados en el gráfico. Esto también se debe a las diferencias que pueden existir en la legislación de cada país y la cultura financiera de cada uno de ellos. El escaso porcentaje de los inversores particulares no es causado por un descenso de inversión de éstos, sino por un aumento exponencial de grandes corporaciones y fondos de pensiones que protagonizan el mercado de estos activos.

#### Profesionales

Los distintos profesionales que se ocupan de la gestión, asesoramiento y funcionamiento de estos fondos se enumeran a continuación [7]. En este sentido, sí se pueden considerar estas figuras comunes a todos los hedge funds, donde se definen los cargos existentes y las funciones de las que se encargan.

- *Gestor o sociedad gestora:* Sociedad que gestiona y administra el fondo y decide la política de inversiones a seguir, configurando la cartera de activos. Responsable ante los partícipes aportadores de capital al fondo. Cobran una comisión al fondo por su trabajo.

- *Asesor de inversiones (Fund Manager)*: Es la persona física o jurídica específica encargada de la toma de decisiones y responsable de la cartera de inversión. Trabaja junto al corredor de bolsa (Prime Broker) para la ejecución de las órdenes emitidas.
- *Corredor de bolsa (Prime Broker)*: Se encarga de ejecutar las operaciones emitidas por el asesor de inversiones. También puede prestar servicios de custodia para los activos del fondo
- *Asesor jurídico-legal*: Encargado de la formalización del fondo de inversión libre con toda la documentación requerida. También presta servicios de asesoramiento jurídico-legal y elabora informes periódicos.
- *Auditor independiente*: Se encarga de auditar los activos del fondo, asesora sobre temas contables e impositivos y se ocupa del cumplimiento de los requisitos legales y contables de acuerdo a la regulación de cada país.
- *Administrador*: Es el responsable de la valoración de los activos y su contabilización. Tiene un papel muy importante ya que su valoración marcará el precio de las participaciones del fondo. También se ocupan de las suscripciones y bajas al fondo. Además ejerce el papel de coordinador con el resto de los intervinientes.
- *Consejo de administración*: Además del administrador, se puede formar un consejo de administración para evitar conflictos de intereses entre los inversores del fondo y los asesores o gestores.
- *Distribuidor*: Es la figura de la persona encargada de comercializar el fondo a futuros inversores. Esta persona puede ser independiente o bien el propio gestor, asesor de inversiones o corredor, quienes se encargarán de atraer a nuevos inversores.

Todas estas figuras reflejan los distintos profesionales que pueden estar presentes en el funcionamiento de un hedge fund, pero no todos son imprescindibles y cada fondo empleará los más adecuados para la estrategia definida. Además, no todos los puestos descritos anteriormente se refieren a individuos, ya que pueden estar conformados por varios profesionales expertos, como es el caso del consejo de administración o la sociedad gestora. En su gran mayoría se debe al gran volumen de capital gestionado, necesitando diversidad de expertos para la correcta gestión de los fondos de inversión libre.

## **5.5. Comparación: Hedge Funds vs. Fondos de Inversión tradicionales**

Tras haber definido y explicado los principales aspectos que caracterizan a los hedge funds, se puede realizar una comparación con los fondos de inversión tradicionales. Aparecen numerosas diferencias significantes que ayudarán a identificar las ventajas y desventajas de estos productos financieros respecto a los fondos convencionales, que se analizarán con mayor detalle en el siguiente apartado.

Los fondos de inversión tradicionales [8] son vehículos de inversión compuestos por las aportaciones de los ahorradores/inversores, quienes ceden su patrimonio a los gestores profesionales para tomar las decisiones de inversión. Un fondo puede invertir en diversos activos como acciones, bonos, divisas, materias primas o bienes inmuebles. La distribución de activos en la cartera vendrá determinada por el perfil de riesgo de sus clientes: mayor renta variable (más arriesgado) o mayor renta fija (más conservador). Además, las participaciones de los fondos tienen un precio (valor liquidativo) negociable por la sociedad gestora, quien vende y recompra dichas suscripciones. Los fondos de inversión tradicionales están dirigidos a cualquier tipo de persona, tanto inversores experimentados como ahorradores que se inician en el mercado financiero.

Las principales diferencias se observan en la estrategia y herramientas de inversión, siendo mucho más flexibles en los hedge funds. Es el caso del apalancamiento, instrumento de inversión que no está permitido en los fondos convencionales. Esto viene causado principalmente por las distintas normas que regulan dichos productos, con requisitos mucho más estrictos en el caso de los fondos de inversión tradicionales. Además, los umbrales de liquidez también distan mucho entre ambos activos, pudiendo obtener valores liquidativos a diario con la venta de las participaciones de los fondos de inversión tradicionales. Otros aspectos donde se encuentran notables diferencias son la inversión mínima requerida, las comisiones a pagar, el riesgo asumido, el número de inversores o la correlación con el mercado.

A continuación, en la tabla 2, se enumeran las diferencias entre ambos productos de manera resumida.

Tabla 2. Diferencias entre Hedge Funds y Fondos de Inversión tradicionales.

	Hedge Funds	Fondos de inversión tradicionales
Estrategia de inversión	Total flexibilidad, uso de derivados financieros y estrategias complejas	Inversión en valores tradicionales (acciones, bonos, materias primas...)
Apalancamiento	Permitido	No permitido
Regulación	Prácticamente nula	Elevada y concreta
Transparencia	Poca información disponible, difusión opcional	Divulgación obligatoria y frecuente (diaria, trimestral y anual)
Liquidez	Trimestral o semestral	Diaria mediante la venta de participaciones
Inversión mínima	Muy elevada	Baja
Público objetivo	Instituciones e inversores cualificados	Cualquier individuo
Comisiones	Elevadas y sin límite, estructura tarifaria 2 y 20	Reguladas por ley, inferiores a 10%
Riesgo	Muy elevado	Inferior
Número de inversores	Limitado	Ilimitado
Correlación con el mercado	Baja	Elevada
Gestor inversor	Sí	No

Fuente: Elaboración propia

## 5.6. Ventajas y desventajas de los Hedge Funds

Después de realizar una breve comparación con los fondos de inversión tradicionales, cabe destacar las ventajas e inconvenientes que ofrecen los fondos de cobertura en relación al resto de fondos convencionales. De esta manera, se observará la cantidad de pros y contras que ayudan a comprender el funcionamiento de este tipo de producto financiero y su rentabilidad potencial, siempre relacionado con el riesgo asumido.

### Ventajas

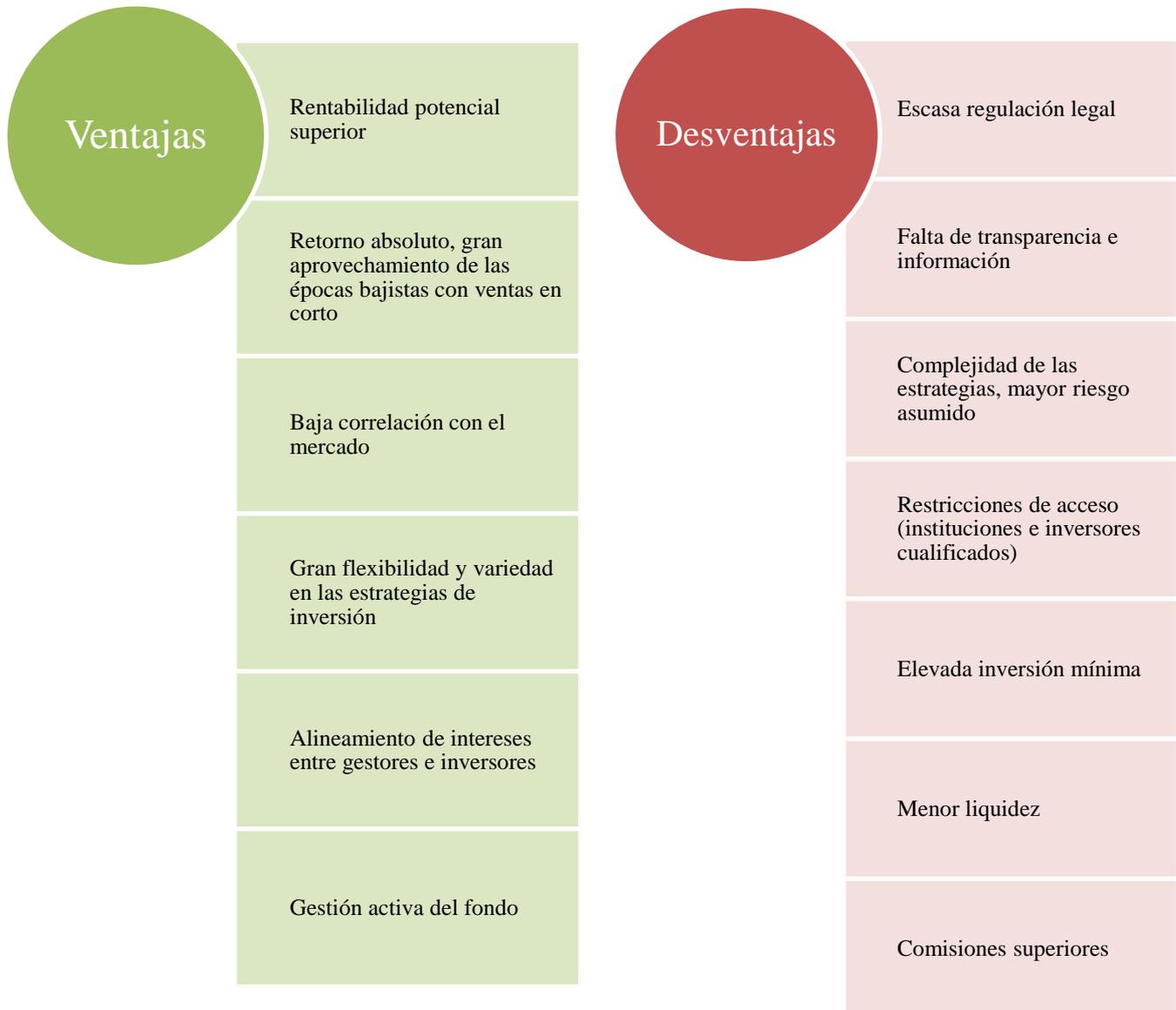
- La principal ventaja se encuentra en la rentabilidad. Se busca un retorno absoluto aprovechando tanto los periodos alcistas como los bajistas del mercado, por lo que la rentabilidad esperada, a priori, es superior.
- La baja correlación con el mercado hace que su utilidad en las épocas bajistas sea mayor, sirviendo como instrumento de cobertura para reducir o evitar el efecto negativo del mercado.
- La gran flexibilidad en la elección de los activos empleados para la inversión dota de un mayor aprovechamiento de las oportunidades que ofrece el mercado. Por ello, el amplio abanico de estrategias de inversión a llevar a cabo es superior al de los fondos de inversión tradicionales.
- En los hedge funds existe un mayor alineamiento de los intereses entre gestores e inversores, ya que los propios gestores son también partícipes del fondo, arriesgando su propio capital.
- Como consecuencia del punto anterior, estos fondos son gestionados de una manera mucho más activa, con una gran implicación de los gestores ya que de su rendimiento dependen su capital y sus beneficios por comisiones.

### Desventajas

- La principal desventaja se encuentra en la falta de regulación. Aunque esto también puede considerarse como una ventaja debido a la mayor libertad en la gestión y estrategias a implementar, también puede causar grandes pérdidas por la escasez de restricciones legales, asumiendo riesgos mucho mayores con sumas de dinero importantes.
- En consecuencia, existe una carencia de información sobre estos productos. La falta de transparencia puede provocar un menor control sobre el capital invertido, transfiriendo así toda la responsabilidad a los gestores.
- El riesgo asumido es mucho mayor debido a las complejas estrategias de inversión implementadas, aunque pueda reportar en mayores beneficios. El uso de derivados y el apalancamiento implican riesgos particulares distintos al riesgo de mercado que no suelen aparecer en los fondos de inversión tradicionales.
- Las restricciones de acceso son mucho mayores, principalmente por la gran inversión mínima exigida. Además, estos activos solo están dirigidos a instituciones e inversores cualificados.
- La liquidez de los hedge funds es menor que en los fondos de inversión convencionales, lo que implica una mayor permanencia en estos productos a largo plazo. No existen porcentajes de liquidez preestablecidos y la frecuencia de reembolso es trimestral o semestral, en diferencia a la posibilidad de liquidez diaria que ofrecen los fondos de inversión tradicionales.
- Por último, las comisiones son más elevadas en estos activos. Sin embargo, es cierto que el mayor porcentaje de comisiones depende del rendimiento del fondo, por lo que si los beneficios no llegan al umbral establecido para el pago de comisiones, éstas no serán tan superiores a las requeridas en los fondos de inversión convencionales.

Para finalizar, el conjunto de ventajas e inconvenientes que presenta este tipo de producto de inversión se recoge resumido en la siguiente ilustración, destacando los aspectos más relevantes.

Ilustración 1. Ventajas y desventajas de los Hedge Funds.



Fuente: Elaboración propia

## 6. Caso GameStop

### 6.1. Posiciones cortas, ventas en corto, inversores bajistas

Antes de explicar el denominado “Caso GameStop”, es necesario describir varios conceptos especialmente relevantes para comprender lo ocurrido con las acciones y el valor de esta empresa.

El primero de ellos son las posiciones cortas o ventas en corto. Este tipo de inversión consiste en apostar/invertir por la caída de un valor. Al contrario de una inversión común, donde el inversor compra acciones con la esperanza de que su valor aumente para poder venderlas a un precio superior, generando así beneficios, estas inversiones se realizan cuando se espera una tendencia bajista en la bolsa o mercado financiero correspondiente, ya que suponen vender un activo que no se ha comprado antes con la idea de que su precio bajará y se podrá recomprar en un futuro a un precio más bajo. Además, esta estrategia también puede usarse para proteger una inversión cuando se observa demasiada volatilidad en el mercado o simplemente para reducir el riesgo de la inversión, invirtiendo en una posición larga o alcista pero a la vez protegerse por una posible bajada.

Pero, ¿cómo funciona invertir en corto? ¿Cómo se puede vender un activo que no se tiene? ¿Por qué se tienen que volver a comprar las acciones? A continuación se detalla el funcionamiento y proceso de las ventas en corto. [9]

Para empezar, es necesario trabajar con un banco o bróker que permita realizar este tipo de transacción. Una vez encontrado ese agente intermediario que lo permita, se toman prestadas (se compran a crédito) acciones de una compañía que posee ese bróker, ya sea porque el propio bróker tiene acciones de esa empresa o porque otros inversores particulares autorizan al banco/bróker prestar sus acciones a modo de alquiler. Por supuesto, este alquiler tiene un precio, que se transforma en una comisión o tipo de interés que recibirán por el préstamo. Estos prestamistas suelen ser inversores que poseen acciones de forma más o menos estables y que de esta manera pueden conseguir un pequeño beneficio extra. Como en todo préstamo, las acciones tomadas deberán ser devueltas en el plazo de tiempo pactado entre ambas partes.

Resumiendo, se pueden diferenciar tres agentes implicados:

- Los accionistas que prestan sus acciones al banco o bróker a cambio de un tipo de interés.
- La entidad que tiene esos títulos depositados y permite a otros clientes operar con ellos a la baja.
- Los inversores bajistas que toman prestadas las acciones para operar con ellas de esta forma.

Después, una vez tomadas prestadas dichas acciones, se venden en el mercado como si fuesen títulos que el inversor tiene en su cartera. Finalmente, cuando las acciones caen en bolsa, se vuelve a comprar el mismo número de acciones prestadas para devolverlas a la entidad o inversor que las prestó, lo que se denomina una venta a crédito. Por lo tanto, la diferencia entre la venta y la posterior compra es la ganancia obtenida. Consecuentemente, cuanto mayor sea la disminución del precio de la acción, mayor será la ganancia obtenida.

Ahora bien, si las previsiones de un mercado bajista se invierten y por el contrario el precio de la acción aumenta, la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra se traducirá en pérdidas, ya que igualmente se tendrán que devolver los títulos al prestamista habiéndolos comprado a un precio mayor del que se vendieron al comienzo del préstamo.

A esta transacción de volver a comprar las acciones para devolverlas se le denomina cerrar la posición. Esto significa realizar la operación opuesta a la que ya se efectuó en el pasado sobre el mismo activo financiero. Por ello, en las ventas en corto, como la primera transacción que se realiza es la venta de las acciones, para cerrar la posición en bolsa se ha de comprar el mismo número de títulos.

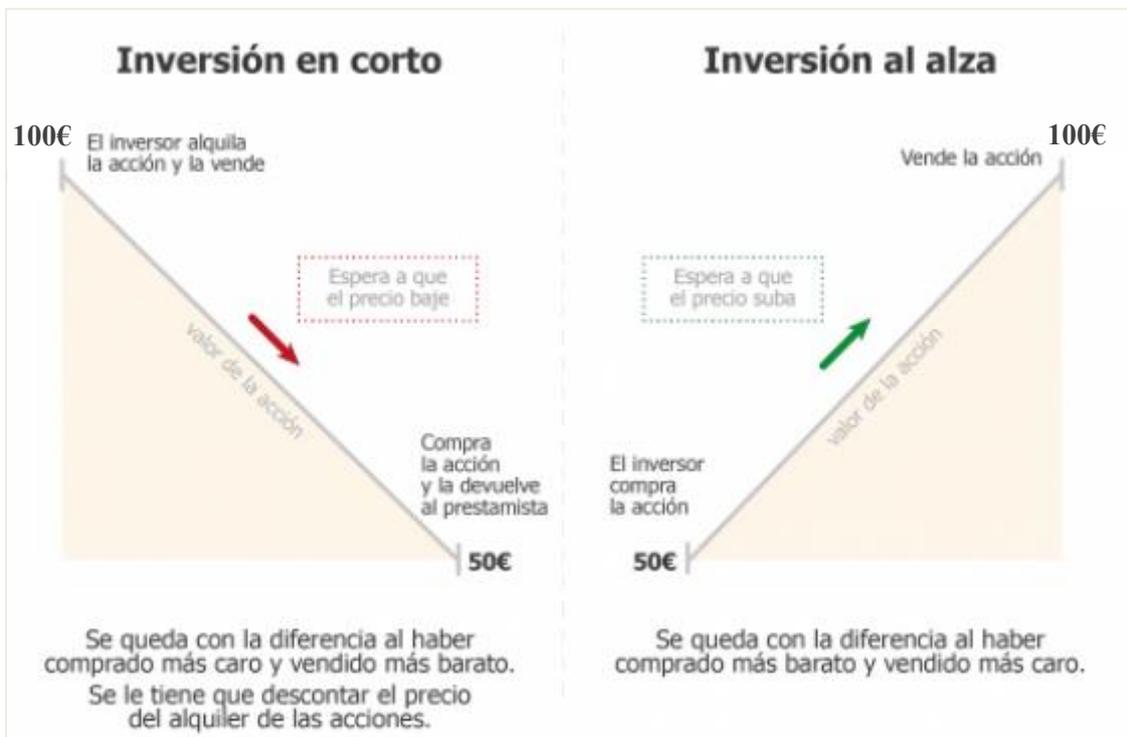
Este tipo de inversión es considerado arriesgado, ya que el inversor está obligado a devolver las acciones cerrando la posición independientemente del comportamiento que haya tenido el precio. Por ello, si la estrategia falla y la cotización sube, el inversor deberá asumir las pérdidas causadas por la compra a un precio más caro, pérdidas que aumentarán cuanto mayor sea el incremento del precio.

Los hedge funds, una de las opciones de inversión para posicionarse en corto, son unos de los mayores usuarios de esta estrategia ya que su flexibilidad, previamente

analizada en el apartado anterior, les permite combinar todo tipo de vehículos de inversión de la manera que consideren más apropiada, pudiendo operar a crédito endeudándose hasta cuatro o cinco veces el valor de su activo. Sin embargo, los grandes fondos poseen potentes medios para jugar contra las cotizaciones de las acciones, lo que no es siempre bien aceptado por los inversores particulares, tachándolos de especuladores. También se defiende que los inversores bajistas proporcionan liquidez al mercado, habiendo más gente a la que poder comprar y vender.

Por último, a modo de resumen, se describe gráficamente de una manera simple el funcionamiento de las ventas en corto, en comparación con la compra-venta de acciones común.

Ilustración 2. Ejemplo de venta en corto y en largo.



Fuente: Bankinter

## 6.2. Caso GameStop: Descripción de los hechos

Una vez explicado el funcionamiento de las ventas en corto, caracterizadas por la previsión de una tendencia bajista del mercado, se puede pasar a describir con detalle lo ocurrido a la empresa GameStop.

GameStop Corp. [10], es una empresa estadounidense dedicada al comercio de videojuegos y productos de entretenimiento en sus más de 4.000 tiendas y online en más de 10 países. Además, vende todo tipo de merchandising relacionado con videojuegos, cómics, juegos de mesa y demás animaciones. También ofrece la posibilidad de intercambiar productos ya utilizados como consolas, juegos o accesorios ya sea por otros, por dinero en efectivo o por crédito en la tienda.



Esta empresa estaba principalmente especializada en la venta presencial, en sus tiendas físicas alrededor de todo el mundo. Sin embargo, en la actualidad, este era uno de los aspectos más nocivos para la empresa. En un mundo mucho más tecnológico, donde este sector ha crecido exponencialmente en los últimos años y aún más con la reciente crisis sanitaria que ha afectado a todo el planeta, esta corporación se había quedado un paso atrás. Su competencia se había vuelto mucho más digital, ofreciendo sus productos (principalmente videojuegos) a través de descargas online, sin un juego físico que vender y sin la necesidad de acudir a una tienda.

Todo ello provocó un gran descenso en las ventas de la compañía, con pérdidas de hasta 296 millones de dólares en los primeros meses de 2020, cerrando cientos de tiendas. Sus acciones, que cotizaban a 43 euros en 2013, apenas superaban los 2 euros en 2020. La pandemia y los confinamientos fueron el último empujón, causando una cotización muy a la baja. El futuro de la empresa se veía demasiado difícil, estando al borde de la quiebra.

A pesar de la situación tan complicada que atravesaba la empresa, esto suponía una gran oportunidad para otros agentes interesados: los fondos de inversión, especialmente hedge funds.

Estos fondos, ya explicados anteriormente, emplean diversas estrategias para maximizar sus beneficios, entre las que se encuentra la inversión en corto. Distintos fondos de inversión libre, que se detallarán en el siguiente apartado, vieron en

GameStop una oportunidad de invertir a la baja, causado por la difícil situación de la empresa y las expectativas de quiebra. En resumen, apostaron por su quiebra para ganar dinero.

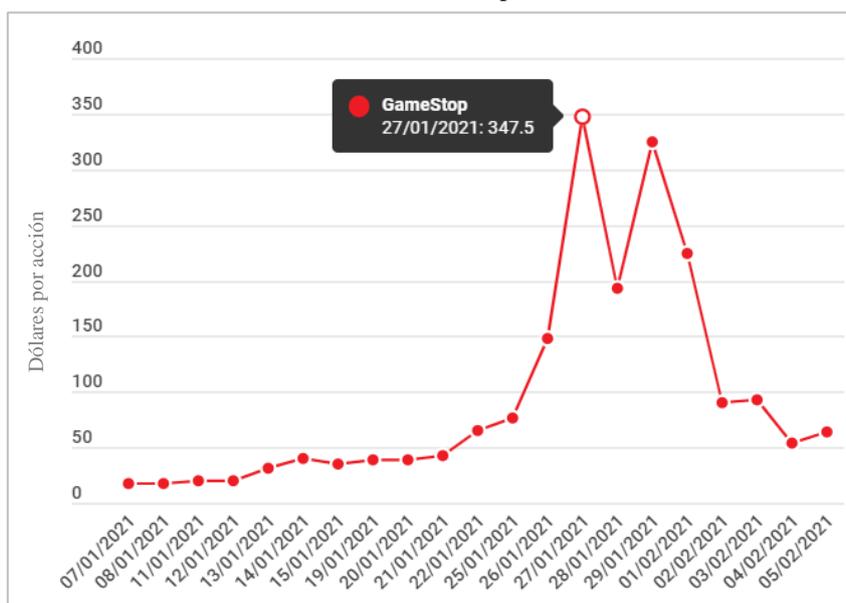
Esta práctica, usada con gran frecuencia, no está bien vista por los inversores particulares. Se tilda de manipulación del mercado, ya que lo que tratan con la venta masiva de acciones es reducir el valor de las empresas, llegando a quebrar algunas de ellas.

En esta línea de pensamiento actuaron miles de inversores particulares para tratar de evitar esta situación en GameStop.

Todo comenzó a través de una red social, Reddit, en la que los usuarios pueden abrir hilos de opinión y debate sobre cualquier tipo de cuestión. En ella se encuentra el subforo llamado “Wallstreetbets”, que cuenta con más de tres millones de usuarios, donde hablan y comparten sus ideas y opiniones sobre el mercado bursátil, principalmente de Wall Street.

Así es como en enero de 2021 miles de usuarios de este subforo se coordinaron para realizar una compra masiva conjunta de acciones de GameStop. De esta manera querían combatir con los poderosos fondos de inversión, haciendo que sus posiciones cortas fueran nocivas para ellos. Con la compra de las acciones consiguieron que el valor de las mismas aumentara exponencialmente, animados también por el millonario Elon Musk, fundador de Tesla, quien dedicó un tuit de apoyo a todos estos foreros.

Ilustración 3. Precio de la acción de GameStop en el mes de enero 2021



Fuente: Bloomerang

En tan solo veinte días el valor de estas acciones pasó de los 17 dólares hasta llegar a alcanzar los 347'50 dólares a finales de enero, y rozando los \$500 en las negociaciones de preapertura del mercado, casi 30 veces el valor a principio de año.

Estos foreros no solo querían lucrarse de esta manera, sino que también buscaban dañar a los grandes accionistas de Wall Street. Se dieron cuenta de que había más acciones prestadas por las ventas en corto (71'2 millones) de las que realmente la empresa tenía a la venta (69'7 millones).

La compra conjunta de acciones causó pérdidas milmillonarias para los vendedores en corto, estimándose en alrededor de 5.000 millones de dólares, provocando incluso que algunos fondos necesitaran inmensas inyecciones de dinero para poder hacer frente a sus deudas.

Además, una de las medidas tomadas para erradicar la subida descontrolada del valor de las acciones de GameStop fue el cierre temporal de la compra de acciones en algunas plataformas de inversión como Robinhood. Esta acción se vivió con mucha polémica debido a que se entendió como una medida en contra del libre mercado para limitar las pérdidas de los grandes fondos, beneficiándoles a ellos y perjudicando a los pequeños inversores.

Como se puede comprobar, hay multitud de intereses implicados en lo que ocurrió en el mes de enero de 2021. Grandes fondos, empresas, plataformas de inversión, Wall Street e incluso la economía sufrió algo inédito hasta el momento, viendo como una simple acción conjunta de individuos desde sus casas hizo temblar los cimientos del mercado bursátil estadounidense.

En el siguiente apartado se describen los grandes afectados, detallando el papel desempeñado por cada uno, así como la situación en la que se encuentra GameStop en la actualidad. También se procederá más adelante al estudio de las implicaciones que esta situación puede causar en el mercado en el futuro.

### 6.3. Principales afectados

Sin ninguna duda, como se ha podido ir observando con la narración del suceso, muchos han sido los afectados por esta compra masiva de acciones. De hecho, ese era uno de los principales motivos de la compra, tratar de luchar contra los grandes fondos, haciéndoles ver que no solo ellos controlan el mercado, sino que hay mucha gente detrás que puede organizarse para generar un auténtico descontrol en Wall Street.

Por ello, a continuación, se enumeran los grandes afectados por el “caso GameStop”, tanto negativa como positivamente, entre los que se encuentran importantes hedge funds, plataformas online de inversión y la propia compañía, GameStop.

➤ Melvin Capital Management

Se trata de uno de los principales hedge funds del mercado estadounidense, pero a su vez el mayor afectado por el estrangulamiento de las posiciones cortas de GameStop. [11]



El fondo, dirigido por Gabriel Plotkin, gestor estrella de Wall Street, se basaba en gran medida en posiciones cortas. Una de las empresas por las que apostaba era GameStop, con la que ya se puso en corto en 2014, cuando la acción cotizaba en torno a los 40 dólares.



En enero de 2021 el precio de la acción había bajado hasta los 17 dólares, por lo que las expectativas sobre la empresa se cumplían.

Sin embargo, después de lo provocado por los usuarios de Reddit, Melvin Capital se vio obligado a cerrar sus posiciones cortas en la empresa. Se estima que el valor del fondo cayó un 53% en enero, asumiendo unas pérdidas de más de 4.000 millones de dólares, y necesitando además una inyección de 2.750 millones de dólares. Se llegó a especular con la posible bancarrota del fondo, pero el gestor desmintió tales afirmaciones. No obstante, Plotkin también confirmó que en su fondo ya no aparecerían tan grandes inversiones en corto, visto el gran riesgo que conllevan y la facilidad que tuvieron individuos particulares para desbancar a un fondo poderoso. Al finalizar el primer trimestre de 2021, Melvin Capital reportó unas pérdidas del 49%.

El rescate al que se vio obligado Melvin Capital no dejó indiferente a nadie. Citadel LLC y Point72 Asset Management asumieron dicho rescate. Esta operación amplía la participación sin derecho a voto en Melvin, ya que recibieron acciones de interés minoritario, pero causaron también pérdidas en ambos fondos.

➤ Citadel LLC



Fundado en 1990, se trata de otro hedge fund afectado por la compra masiva de acciones de GameStop. En este caso, no fue uno de los fondos de cobertura asfixiados pero sí salió al rescate de uno de ellos, el previamente comentado Melvin Capital. [12]

El director ejecutivo de Citadel LLC, Kenneth Griffin, mentor de Plotkin, gestor de Melvin Capital, decidió inyectar alrededor de 2.000 millones de dólares en dicho fondo. Esta operación también le llevó a asumir pérdidas.



Además, como cofundador y accionista de Citadel Securities, otro creador de mercado (bróker), también se le relaciona con la limitación de compraventa de las acciones de GameStop que se produjo durante la imparable escalada. Esta empresa trabaja con la plataforma de inversión Robinhood, a través de la cual miles de particulares pudieron comprar las acciones. Citadel Securities paga a Robinhood por el derecho a ejecutar las operaciones bursátiles de sus clientes, por lo que la relación entre ambas empresas es directa.

Sin embargo, Citadel se encontró en medio de un mar de intereses. Por un lado, ejecutaba millones de operaciones de compraventa a través de la mencionada plataforma, lo que le hacía obtener beneficios. Por otro lado, rescató al fondo mayormente afectado por la gran subida del precio de la acción de GameStop. Por lo tanto, sus intereses se entrelazaban, convirtiéndose así en un actor protagonista.

A pesar de que el CEO de Citadel desmintiera todo tipo de relación con la decisión tomada por Robinhood, todas las especulaciones indicaban a este fondo como el responsable de limitar las compras de acciones de la empresa. De esta manera pretendían reducir las pérdidas de Melvin Capital, fondo al que prestó dinero y del que espera pueda ser devuelto.

➤ Robinhood

En medio de toda la acción llevada a cabo por los usuarios de Reddit se encuentra la plataforma de inversión online Robinhood.



Se trata de una aplicación creada por Vlad Tenev, con la cual pretendía democratizar la inversión eliminando las comisiones.



Por esta razón, miles de pequeños inversores la utilizaron para comprar acciones de GameStop. Las compras aumentaron de tal manera que la plataforma decidió ordenar la prohibición de comprar valores de la empresa. [13] Esta acción fue objeto de multitud de críticas, ya que fue entendida como una limitación al libre mercado, donde cualquiera puede comprar lo que quiera. Miles de usuarios denunciaron a la aplicación por favorecer a la élite financiera, limitando la compra para así reducir las mil millonarias pérdidas que estaban sufriendo. En cambio, Robinhood argumentó que se trataba de una decisión de gestión de riesgos, ayudando al pequeño inversor previniendo problemas de liquidez. También se justificó por las dificultades para cumplir los requisitos del regulador estadounidense (la SEC, Securities Exchange Commission) por la elevada volatilidad de GameStop. Las ventas sí estaban permitidas, lo que también causó un gran desplome en el valor de las acciones, de hasta un 44%.

Pero las limitaciones no duraron demasiado, ya que pocas horas después de restringir las compras, la plataforma dio marcha atrás y volvió a permitir las compras limitadas, volviéndose a incrementar el valor en un 67%.

Los argumentos dictados por la plataforma no resultaron convincentes para los legisladores estadounidenses. De hecho, incluso políticos del país, como Alexandria Ocasio-Cortez o Ted Cruz, se pronunciaron sobre lo ocurrido, coincidiendo en reclamar una investigación a los brókeres por parte del Comité de Servicios Financieros.

➤ Keith Gill

Keith Gill, más conocido como “Roaring Kitty” (“Gatito rugiente”), es un analista financiero e inversor estadounidense que expone sus estudios y opiniones en YouTube y Reddit. Tiene licencia de bróker y está especializado en el análisis del mercado bursátil.



Comenzó a postear análisis técnicos sobre el valor de GameStop, argumentando que sus acciones estaban infravaloradas. Sin embargo, recalca que no estaba dando una recomendación de inversión, simplemente trataba de exponer su análisis.

A pesar de sus avisos, sus publicaciones incentivaron la compra de acciones, por lo que también se le acusa de ser uno de los causantes del estrangulamiento de las posiciones cortas, provocando un aumento del precio de alrededor de 1.700% en enero de 2021. [14] A su vez, también recibió demandas de pequeños inversores recriminando su intención de engañarles para que compraran acciones infladas.

Gill se defiende argumentando que su canal solo tenía propósitos educativos y que su estilo agresivo de inversión no es el adecuado para la mayoría de personas.

Keith Gill aparece como uno de los afectados positivamente, ya que su inversión valorada en 53.000\$ realizada en junio de 2019, cuando la acción cotizaba a 5\$, resultó incrementada exponencialmente hasta un valor de casi 48 millones de dólares. También es necesario decir que, debido a la volatilidad de las acciones, asumió grandes pérdidas.

Para aumentar su porcentaje en la empresa, el 16 de abril de 2021 ejerció las 500 opciones de compra que poseía a un precio de 12\$, y compró 50.000 acciones más, aumentando su cartera hasta las 200.000 acciones de GameStop.

➤ Reddit

Reddit es una plataforma social en la que los usuarios envían publicaciones, creando subreddits o subcomunidades sobre cualquier tema, ya sea más general o más concreto.



Quizás esta plataforma no sea una parte afectada económicamente, pero si se trata del intermediario más importante en todo este embrollo. A través del subforo Wallstreetbets de Reddit, formado por más de tres millones de usuarios, se organizó la compra masiva de las acciones, donde miles de inversores minoristas se pusieron de acuerdo para ejecutar multitud de órdenes de compra.

A pesar de no haber participado activamente en la acción conjunta, el CEO de Reddit, Steve Huffman, también tuvo que comparecer ante la audiencia como implicado en el asunto, poniendo en duda las normas del foro permitiendo la manipulación del mercado financiero. [15]



➤ GameStop

Por supuesto, GameStop es el principal afectado por todo lo ocurrido. Pasó de estar a punto de la quiebra, siendo objeto de inversión en corto para los grandes fondos, a multiplicar exponencialmente el valor de sus acciones.

Además, tras la compra de un 13% de la empresa por parte del inversionista y fundador de una tienda online de mascotas, Ryan Cohen, GameStop trató de transformarse en una tienda mucho más digital, lo que motivo aún más la acción llevada a cabo por los foreros, viendo una mejora de cara a la viabilidad futura de la empresa.

Actualmente, en junio de 2021, las acciones de GameStop cotizan entre 200 y 250 dólares, habiendo conseguido una capitalización mucho mayor gracias al denominado “caso GameStop”, lo que le ha ayudado a fortalecer la empresa, tratando de dirigirla hacia el mercado online.

## 6.4. Implicaciones para el futuro

Las primeras consecuencias, además de las ya descritas, se produjeron con rapidez.

El Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes celebró una audiencia en el Congreso estadounidense, citando a los principales agentes de los hechos. Gabriel Plotkin, de Melvin Capital Management, Kenneth Griffin, de Citadel LLC, Vlad Tenev, de Robinhood, el forero Keith Gill, y Steve Huffman, CEO de Reddit, fueron llamados a declarar para esclarecer los hechos y depurar responsabilidades. Los legisladores iniciaron una investigación sobre la posible manipulación del mercado, asumiendo que se deben revisar las leyes existentes que regulan las ventas en corto, así como la práctica del pago por flujo de órdenes y las obligaciones de mejor ejecución de las empresas. También despertaron las cuestiones sobre la eficacia de las leyes en contra de la manipulación del mercado y como las tecnologías y las redes sociales han sobrepasado las regulaciones de una manera en la que los inversores y mercados se sobreexponen a riesgos innecesarios.

En la memoria realizada por la Cámara de Representantes de Estados Unidos se describen los testigos citados, los temas a tratar en la audiencia y las distintas leyes que regulan lo sucedido en enero de 2021. [16]

Sin embargo, lo acaecido en los últimos meses va a conllevar un gran cambio en el mercado financiero. Se ha demostrado que cada vez es mayor la participación de particulares en el mercado a través de plataformas de inversión que facilitan el negocio de acciones y otros instrumentos financieros con escasas comisiones, lo que incita a mayores compras. A esta facilidad se le une la rapidez con la que viaja la información. Gracias a las tecnologías y especialmente a las redes sociales, grandes acciones en conjunto se pueden gestar en escasos minutos, lo que puede provocar inmensos movimientos en el mercado bursátil. Esta es una de las razones por las que se prevé que este tipo de episodios puede suceder con mucha mayor frecuencia, causando grandes volatilidades y riesgos inasumibles para muchas personas.

Desde luego, para los grandes fondos supondrá un mayor estudio del mercado, ya que han visto como en cuestión de días o incluso horas, sus pérdidas eran mil millonarias. Las estrategias de inversión en corto conllevan el riesgo de pérdidas ilimitadas, ya que si el precio de la acción comienza a subir, las pérdidas serán cada vez

mayores, como se ha visto reflejado con las acciones de GameStop. Por lo tanto, los grandes fondos deberán replantear sus estrategias de inversión, a lo que muchos ya han reaccionado con el cierre de sus posiciones cortas y la reducción de estos instrumentos en sus carteras.

Otra de las implicaciones o preocupaciones que se extraen de este caso es el crecimiento de las aplicaciones de inversión, que acercan a la bolsa a pequeños inversores sin conocimientos suficientes. La mayoría de ellos acaban perdiendo dinero ya que desconocen los riesgos que asumen al comprar ciertas acciones u otro tipo de instrumentos.

También cabe destacar como Robinhood, un sistema centralizado, pudo dirigir el proceso de negociación, restringiendo las compras perjudicando a los inversores minoristas en beneficio de las grandes instituciones. Además, la práctica del pago por flujo de órdenes permite a las empresas de creación de mercado pagar a un corredor una tarifa para acceder a las órdenes realizadas por los inversores minoristas, obteniendo de esta forma información sobre posibles movimientos de precios futuros a corto plazo. Esta práctica proporciona gran poder a los creadores de mercado, a cambio de que los inversores minoristas no paguen comisiones por sus transacciones. El caso GameStop, así como todo el universo de las criptodivisas, puede resultar en la transformación hacia unas finanzas descentralizadas, donde se requerirá poca o ninguna información privada del usuario, ofreciendo un beneficio de anonimato y una medida de protección de la privacidad que no está garantizada al entregar información personal a un bróker centralizado.

En resumen, lo que se puede sonsacar de todo lo ocurrido es la facilidad con la que se puede direccionar el mercado. A través de las redes sociales y mediante las plataformas online de inversión, este tipo de sucesos puede llegar a ser mucho más común, poniendo en riesgo la estabilidad del mercado financiero y asumiendo riesgos desconocidos para la gran parte de los inversores minoristas. Pero, ¿se puede considerar manipulación del mercado? Ahí es donde se abre el debate entre los grandes fondos y los pequeños inversores, donde los primeros demandan un mayor control de estas operaciones conjuntas y los segundos exigen participar con las mismas normas y derechos que los poderosos fondos de inversión. Al fin y al cabo, el uso de las ventas en corto trata de quebrar a las empresas para su mayor beneficio, por lo que también debería considerarse una mayor regulación sobre los hedge funds o fondos de inversión

libre y las estrategias que emplean, en muchos casos muy enriquecedoras pero poco éticas.

No es más que un enfrentamiento entre los poderosos y los pequeños inversores con el que se trata de dar un vuelco al sistema financiero, pero que puede traer grandes consecuencias en el futuro. Un futuro que será mucho más descentralizado, con mayores facilidades de acceso y con mayor desconocimiento del mismo.

En todo caso, cada país tomará las medidas necesarias de acuerdo a su legislación, la cual puede diferir enormemente de un lugar a otro. En el siguiente apartado se abordará la situación de las inversiones en corto en España, viendo las normas que regulan su uso en el territorio español y las consecuencias que habría tenido un “caso GameStop” en el país.

## 7. Posiciones cortas en España

### 7.1. Regulación según la CNMV

Tras la crisis financiera sufrida en 2008 muchos mercados internacionales decidieron restringir o incluso prohibir el uso de las posiciones cortas. El temor a que las posiciones cortas acabaran llevando a la quiebra a empresas cuya cotización se estaba desplomando fue de tal magnitud que obligó a ordenar esas drásticas medidas. Desde ese momento, los reguladores alertaron la necesidad de establecer un reglamento al respecto, tratando de constituir un marco jurídico y legal común que presentara los requisitos y asegurara una mayor coordinación y coherencia cuando fuera necesario adoptar medidas en circunstancias excepcionales.

De este modo, las posiciones cortas se regularon a nivel europeo mediante el Reglamento UE 236/2012. [17] Las medidas recogidas en dicho Reglamento son directamente aplicables para todos los Estados Miembros de la Unión Europea sobre las ventas en corto, por lo que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se acoge a dicha regulación.

Una vez analizado su contenido, cabe destacar la principal consecuencia que tiene sobre las posiciones cortas: una mayor transparencia respecto a las posiciones cortas significativas. De esta manera, impone dos métodos de transparencia: la notificación privada y la publicación, dependiendo del porcentaje sobre el capital.

Por ello, considerando las posiciones cortas significativas aquellas que alcancen el umbral de notificación pertinente o desciendan por debajo del mismo, el Reglamento obliga a los inversores a notificar a la autoridad competente cuando:

- Tengan posiciones cortas sobre el 0'2% o más del capital en acciones emitido de una sociedad.
- Por cada tramo del 0'1% por encima de dicho porcentaje.

Por otro lado, el Reglamento obliga a la publicación de las posiciones cortas netas significativas en acciones a los inversores que:

- Tengan posiciones cortas sobre el 0'5% o más del capital en acciones emitido de una sociedad.
- Por cada tramo del 0'1% por encima de dicho porcentaje.

Además, la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados, AEVM) podrá emitir un dictamen sobre la necesidad de ajustar los umbrales dependiendo de la evolución de los mercados financieros. A su vez, el Reglamento autoriza a las autoridades competentes (la CNMV en España) a restringir o prohibir las posiciones cortas bajo determinadas circunstancias mediante el artículo 20 del mismo. Tales circunstancias se refieren a los siguientes casos:

- Cuando *“se hayan producido hechos o circunstancias adversos que constituyan una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza del mercado en el Estado miembro en cuestión o en otro u otros Estados miembros.”*
- Cuando *“la medida sea necesaria para hacer frente a la amenaza y no tenga un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas.”*

De igual manera, el artículo 24 del Reglamento indica que dichas restricciones tendrán un período inicial de vigencia no superior a tres meses a partir de la fecha de publicación del aviso, pudiendo prorrogarse por períodos renovables inferiores a tres meses si las razones para adoptarlas siguen siendo válidas. Si no hubiera prórroga, las medidas caducarían automáticamente.

Siguiendo con el artículo 25, el Reglamento ordena que la autoridad competente deberá publicar en su sitio web el aviso sobre cualquier decisión de imponer o renovar algunas de las restricciones previamente indicadas. Dicho aviso tendrá que especificar, al menos, las medidas impuestas, incluyendo los instrumentos y las clases de operaciones a las que se aplican y su duración, y las razones por las cuales dicha autoridad cree necesario imponer las medidas, junto con los datos empleados para justificar las razones.

Toda medida que la autoridad competente quiera imponer deberá ser notificada a la AEVM con 24 horas de antelación con respecto a la fecha prevista de entrada en vigor o de renovación de la medida.

Concluyendo, la CNMV debe acogerse al Reglamento descrito anteriormente, el cual le dota para llevar a cabo limitaciones o restricciones siempre y cuando las razones para ello sean validadas por la AEVM.

A continuación se describirán algunas situaciones en las que la CNMV se vio obligada a imponer ciertas restricciones a las ventas en corto de acciones de empresas españolas para evitar estrategias abusivas y la manipulación del mercado.

Más adelante, también se evaluarán las consecuencias que hubiera tenido un “caso GameStop” en España, teniendo en cuenta la legislación vigente en el territorio nacional y europeo, y lo que hubiera supuesto para los agentes implicados.

## 7.2. Restricciones de la CNMV a posiciones cortas en España

En España se han dado distintas situaciones en diferentes momentos de tiempo en las que la CNMV ha decidido tomar decisiones de restricción en relación a las posiciones cortas. La mayoría de ellas han sido causadas por diversas crisis económicas que ha sufrido el país, donde el mercado sufrió inestabilidades y la actividad financiera se vio gravemente afectada.

La primera de las que se van a describir se produjo en agosto de 2011. [18] En 2008 se desató la crisis financiera global debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos, que provocó la conocida crisis de las hipotecas subprime. Como consecuencia hubo una profunda crisis de liquidez y diferentes derrumbes bursátiles, causando una crisis económica a escala internacional.

Este escenario desencadenó una situación de extrema volatilidad en los mercados de valores europeos, en especial en las cotizaciones de acciones de entidades financieras, lo que incidió de manera directa en la estabilidad de los mercados perturbando su funcionamiento.

Por todo ello, la CNMV, así como otros supervisores europeos, acordó la prohibición de la realización de cualquier operación sobre valores o instrumentos financieros que supusieran la constitución o incremento de posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero. Las medidas, que entraron en vigor el 11 de agosto de 2011, se mantuvieron por un período inicial de 15 días, pero se vieron prorrogadas hasta el 16 de febrero de 2012, cuando finalmente se levantó la prohibición de dichas operaciones. [19]

Las acciones a las que se aplicó la prohibición fueron:

- Banca Cívica, S.A.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
- Banco de Sabadell, S.A.
- Banco de Valencia, S.A.
- Banco Español de Crédito, S.A.
- Banco Pastor, S.A.
- Banco Popular Español, S.A.
- Banco Santander, S.A.
- Bankia, S.A.
- Bankinter, S.A.
- Caixabank, S.A.
- Caja de Ahorros del Mediterráneo
- Grupo Catalana de Occidente, S.A.
- Mapfre, S.A.
- Bolsas y Mercados Españoles, S.A.
- Renta 4 Servicios de Inversión, S.A.

Otra de las restricciones a las ventas en corto dictadas por la CNMV tuvo lugar en junio de 2017. La prohibición entonces recayó sobre las acciones de Liberbank, S.A., ya que su valor se vio afectado por marcados descensos y una gran volatilidad. [20] Los motivos fueron que dichas bajadas en el precio de la acción no estaban sostenidas por ninguna información negativa difundida por la entidad ni que fuera a emitirse en los siguientes días, unido a la más que probable relación de esa evolución decreciente con la actuación de resolución decidida por la Junta Única de Resolución el 7 de junio de 2017 con respecto al Banco Popular Español, S.A. En ella se acordó declarar la resolución de la entidad por considerar que la entidad se encontraba en graves dificultades, sin perspectivas razonables de que otras medidas alternativas del sector privado pudieran impedir su quiebra en un plazo de tiempo corto y siendo una medida necesaria para el interés público.

**Liberbank**



Por todo ello, la CNMV decidió imponer la prohibición de realización por cualquier persona física o jurídica de ventas en corto y de operaciones similares que confirieran una ventaja financiera en caso de que disminuyera el precio de la acción de Liberbank, S.A.

Las medidas se publicaron el 12 de junio de 2017, manteniéndose por un período inicial de un mes, hasta el 12 de julio de 2017 incluido. Sin embargo, el 12 de julio las medidas se prorrogaron dos meses más, hasta el 12 de septiembre de 2017, día en el que se ordenó una nueva prórroga con terminación máxima el 30 de noviembre de 2017. [21] Finalmente, la prohibición se levantó el 21 de noviembre de 2017 tras una ampliación de capital de 500 millones de euros acordada en una Junta General Extraordinaria de Accionistas de Liberbank, S.A., lo que permitió la admisión a negociación de las nuevas acciones emitidas por la entidad. [22]

La última, y más reciente, situación que se va a describir en la que la Comisión Nacional del Mercado de Valores ordenó la prohibición de las ventas en corto se produjo en marzo de 2020. [23]

Esta prohibición vino causada por la evolución de los mercados de valores en el contexto sobrevenido por el virus COVID-19, en el que se registraron caídas extraordinarias en los precios de las acciones europeas (-14'06% en el IBEX 35).

Además, también se tuvo en cuenta el riesgo de que en las siguientes fechas pudieran producirse más movimientos de precio desordenados en el mercado bursátil europeo, incluyendo el español.

Esta prohibición se aplicó sobre todas las acciones líquidas admitidas a negociación en las Bolsas de Valores Españolas cuyo precio hubiera caído en más de un 10% durante la sesión del día 12 de marzo de 2020 y sobre las acciones ilíquidas que hubieran caído más del 20%. Un total de 69 empresas se vieron afectadas:

- Abengoa Clase B
- Acciona, S.A.
- Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.
- Acciones Iberdrola
- Acerinox, S.A.
- ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.
- Aedas Homes, S.A.
- AENA, S.M.E., S.A.
- Airbus
- Amadeus IT Group, S.A.
- Aperam
- Applus Services, S.A.
- Arcelormittal, S.A.
- Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación, S.A.
- Audax Renovables, S.A.
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.
- Banco Sabadell
- Banco Santander, S.A.
- Bankia, S.A.
- Bankinter, S.A.
- Biosearch, S.A.
- Caixabank, S.A.
- Cellnex Telecom, S.A.
- CIE Automotive, S.A.
- Coca-Cola European Partners, Plc
- Codere, S.A.
- Compañía de Distribución Integral Logista Holdings, S.A.
- Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles, S.A.
- Enagas, S.A.
- Ence Energía y Celulosa, S.A.
- Endesa, S.A.
- Ercros
- Euskaltel, S.A.
- Faes Farma, S.A.
- Ferrovial, S.A.
- Fluidra, S.A.
- Gestamp Automoción, S.A.
- Global Dominion Access, S.A.
- Greenergy Renovables, S.A.
- Grupo Catalana Occidente, S.A.
- Grupo Empresarial San José, S.A.
- Indra Sistemas, S.A. serie A
- Industria de Diseño Textil, S.A. Inditex
- Inmobiliaria Colonial, Socimi S.A.

- INTL Consolidated Airlines Group, S.A.
- LAR España Real Estate Socimi, S.A.
- Liberbank, S.A.
- Mapfre, S.A.
- Mediaset España Comunicación, S.A.
- Melia Hotels International, S.A.
- Merlin Properties Socimi, S.A.
- Metrovacesa, S.A.
- Naturgy Energy Group, S.A.
- Naturhouse Health, S.A.
- NH Hotel Group, S.A.
- Obrascon Huarte Lain, S.A.
- Oryzon Genomics, S.A.
- Pharma Mar, S.A.
- Prosegur
- Red Eléctrica Corporación, S.A.
- Renta Corporación Real Estate, S.A.
- Repsol, S.A.
- Sacyr, S.A.
- Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A.
- Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.
- Talgo, S.A.
- Técnicas Reunidas, S.A.
- Telefónica, S.A.
- Unicaja Banco, S.A.

De acuerdo con lo dictado el 12 de marzo de 2020, esta restricción sería temporal, limitando las ventas en corto solamente durante la sesión del 13 de marzo. En cambio, el 16 de marzo, la CNMV acordó prohibir durante un mes toda operación que implicara la constitución o incremento de las posiciones cortas netas sobre acciones cotizadas tanto en la Bolsa de Valores como en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Esta decisión, que entraría en vigor el 17 de marzo, fue motivada por la declaración en España del estado de alarma del 14 de marzo. [24]

A su vez, la prohibición sufrió una nueva prórroga el 18 de abril, fundada tras diversos contactos con el resto de supervisores de valores de los demás países europeos que adoptaron medidas similares, coincidiendo todos en la gran incertidumbre de la evolución de la economía y el mercado causada por la pandemia.

De esta manera, la prohibición fue levantada el día 19 de mayo de 2020 tras haber analizado la evolución del mercado y las circunstancias que previamente habían motivado su adopción. [25]

### 7.3. Consecuencias de un “caso GameStop” en España

Una vez descrita la regulación a la cual España debe acogerse en relación a las posiciones cortas y vistas distintas situaciones que han provocado la prohibición de las mismas a lo largo de la historia financiera reciente, se procede al análisis de las consecuencias que tendría un “caso GameStop” en el territorio español.

Durante los días en los que se produjo el estrangulamiento de las posiciones cortas de las acciones de la empresa GameStop, el presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, Rodrigo Buenaventura, apareció ante los medios. [26] Hizo hincapié en recordar que la intención de situar el valor de una acción en niveles artificiales, tanto incrementándolo como disminuyéndolo, es constitutivo de una manipulación del mercado y podría conllevar consecuencias penales, de hasta cinco años de prisión, en España.

Además, el supervisor español indica que las sanciones administrativas por la manipulación del mercado contemplan multas de hasta 30 millones de euros, tal y como se recoge en el artículo 302 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. [27]

Por otra parte, si por dicha acción la persona física o jurídica obtuviera 250.000 euros de beneficio o empleara fondos superiores a 2 millones de euros, el caso se juzgaría en los tribunales, pudiendo terminar en penas de prisión e inhabilitación, unidas a las multas económicas recogidas en la ley.

Concretamente, si se dictara que el objeto de delito es la manipulación del mercado, el artículo 284 del Código Penal lo castiga con *“penas de prisión de seis meses a seis años, multa de dos a cinco años o del tanto al triple del beneficio obtenido o favorecido, o de los perjuicios evitados, si la cantidad resultante fuese más elevada, e inhabilitación especial para intervenir en el mercado financiero como actor, agente o mediador o informador por tiempo de dos a cinco años”*. [28]

Por lo tanto, se observa que la legislación española es mucho más restrictiva, con importantes sanciones impuestas al delito de manipulación del mercado, por lo que de haberse dado el “caso GameStop” en España, muchos de los inversores se habrían visto en serios problemas.

La clave en todo el asunto, y en lo que difieren las distintas regulaciones de los países, es distinguir el límite entre el mercado libre y la manipulación de mercado, algo en lo que la legislación española puede aparecer más dictaminado.

## 7.4. Posiciones cortas más relevantes en el mercado español actual

Tabla 3. Posiciones cortas a 08/06/2021 en el mercado español

Emisor	Titular de la posición	Fecha posición	% sobre el capital Posición corta neta (%)	Valor de la posición en euros (*)
ACCIONA, S.A.	Millennium Capital Partners LLP	14/05/2021	0,57	44.057.021
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.	AKO Capital LLP	21/05/2021	1,32	103.790.557
AMADEUS IT GROUP, S.A.	AQR Capital Management, LLC	21/04/2021	0,77	217.010.871
AUDAX RENOVABLES, S.A.	BNP Paribas SA	07/05/2021	0,62	5.617.938
	Citadel Europe LLP	18/05/2021	2,33	21.112.573
	Linden Advisors LP	12/04/2021	1,29	11.688.935
	Polar Asset Management Partners Inc.	07/04/2021	0,82	7.430.176
	D. E. Shaw & Co. (London), LLP	17/05/2021	1,09	9.876.697
BANCO DE SABADELL, S.A.	Samlyn Capital, LLC	02/06/2021	0,8	29.035.136
BANCO SANTANDER, S.A.	AQR Capital Management, LLC	07/06/2021	0,49	288.767.628
CELLNEX TELECOM, S.A.	AQR Capital Management, LLC	26/04/2021	0,73	250.037.439
	D. E. Shaw & Co. (London), LLP	24/05/2021	0,5	171.258.520
CIE AUTOMOTIVE, S.A.	BlackRock Investment Management (UK) Limited	11/03/2021	0,51	15.875.127
ENAGAS, S.A.	Covalis Capital LLP	26/05/2021	1,47	75.272.761
FERROVIAL, S.A.	AQR Capital Management, LLC	25/03/2021	0,81	148.652.618
IBERDROLA, S.A.	AQR Capital Management, LLC	26/05/2021	0,5	343.210.890
INDRA SISTEMAS, S.A.	IMMERSION CAPITAL LLP	01/02/2021	1,8	22.640.022
	Fosse Capital Partners LLP	05/12/2019	0,7	8.804.453
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION, S.A.	Adelphi Capital LLP	31/03/2021	0,59	10.576.977
MELIA HOTELS INTERNATIONAL S.A.	Marshall Wace LLP	07/05/2021	0,69	10.727.444
PHARMA MAR, S.A.	Consonance Capital	08/04/2021	0,73	9.810.806
RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.	AKO Capital LLP	17/05/2021	1,34	121.590.421
	Millennium Capital Partners LLP	12/05/2021	0,61	55.350.863
	Pictet Asset Management	26/02/2021	0,73	66.239.558
SACYR, S.A.	Citadel Europe LLP	14/05/2021	1,38	18.817.542
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	Canada Pension Plan Investment Board	09/02/2021	0,61	104.996.207
SOLARIA ENERGIA Y MEDIOAMBIENTE, S.A.	ODEY ASSET MANAGEMENT LLP	17/05/2021	1,77	32.654.730
	Helikon Investments Limited	02/06/2021	0,77	14.205.730
SOLARPACK CORPORACION TECNOLOGICA, S.A.	Citadel Advisors LLC	07/06/2021	0,59	3.531.469
SOLTEC POWER HOLDINGS, S.A.	Helikon Investments Limited	07/06/2021	0,6	3.695.676

(\*) El valor de la posición en euros se ha calculado como el producto de la capitalización a 08/06/2021 y el porcentaje de la posición corta neta.

Fuente: CNMV, Bolsa de Madrid, elaboración propia

El mercado financiero español también es objetivo de inversiones bajistas de diversos fondos internacionales. Como se puede observar en la tabla 1, las empresas con mayor porcentaje de posiciones cortas son:

- Audax Renovables, S.A., 6'15% del capital, 55.726.319 €.
- Red Eléctrica Corporación, S.A., 2'68%, 243.180.842 €
- Solaria Energía y Medioambiente, S.A., 2'54%, 46.860.460 €
- Indra Sistemas, S.A., 2'50%, 31.444.475 €

Toda la inversión en ventas en corto supone un valor total de más de 2.200 millones de euros, siendo las siguientes entidades (fondos de inversión y planes de pensiones) las más activas en el mercado español:

- AQR Capital Management LLC, 1.247.679.446 €
- AKO Capital LLP, 225.380.978 €
- D.E. Shaw & Co. (London) LLP, 181.135.217 €
- Canada Pension Plan Investment Board, 104.996.207 €

## 8. Conclusiones

Para finalizar el análisis realizado tanto de la utilidad de los Hedge Funds como de las posiciones cortas, se procede a realizar las conclusiones que se pueden extraer de lo estudiado, obteniendo una visión general de lo que puede aportar el uso de estos instrumentos y los posibles resultados que conllevan.

En primer lugar, se ha observado que los fondos de inversión libre pueden generar grandes beneficios a sus inversores debido a la multitud de estrategias que pueden moldear sus gestores. A su vez, estos gestores son también partícipes de los fondos en forma de inversores, por lo que su implicación es mucho mayor que en los fondos tradicionales ya que su inversión y beneficios dependen directamente de su desempeño. Esta gestión activa permite identificar las mejores oportunidades de inversión en cada momento, pudiendo emplear diversidad de instrumentos de mayor complejidad como derivados financieros, ventas en corto, apalancamiento...

Consecuentemente, no hay que pasar por alto el riesgo que conlleva la inversión en dichos fondos. Esa mayor flexibilidad provoca una búsqueda más amplia del retorno absoluto mediante estrategias poco comunes, elevando el riesgo de la inversión. Además, la elevada inversión inicial hace que solo los más adinerados puedan acceder a este vehículo de inversión, haciendo que este producto sea de más difícil acceso para el público general. Otro obstáculo es la calificación de inversor cualificado. Aunque pueda ser un obstáculo, es algo muy necesario. Los inversores han de tener los conocimientos adecuados para poder iniciarse en una inversión de tales características y peculiaridades, sabiendo de las implicaciones que puede tener.

Por todo ello, los Hedge Funds todavía son un método de inversión alejado a la realidad financiera en nuestro país, a pesar de que en otras naciones como Estados Unidos su uso es mucho mayor. La relajada regulación en el país norteamericano, junto a la falta de transparencia y la domiciliación offshore de estos fondos, facilita el empleo de estos productos en el país.

Se podría concluir que este tipo de inversión ofrece un potencial superior a los fondos tradicionales, generando beneficios mucho mayores a cambio de asumir riesgos más altos. Para que su uso pudiera estar más extendido sería necesario dotar al público general de una educación financiera mucho más amplia y profunda. Además, en la actualidad, los particulares están cada vez más interesados en el mundo financiero,

tratando de optimizar su salud financiera a través de los activos más útiles. Por lo tanto, si estas personas tuvieran mayores conocimientos podrían aprovechar todas las oportunidades que ofrece el mercado, y ya no solo con Hedge Funds, sino también con otros productos menos conocidos que pudieran ajustarse a sus presupuestos y perfiles.

En segundo lugar, el “caso GameStop” ha mostrado claramente los riesgos que implica el uso de estos fondos. Una de las principales estrategias utilizadas en ellos son las posiciones cortas, como ya se ha estudiado con anterioridad. Estos instrumentos ayudan a generar beneficios incluso cuando el mercado está en una fase bajista y el valor de las acciones desciende. Sin embargo, las pérdidas son ilimitadas, infinitas, ya que, si las previsiones fallan y el valor aumenta, no hay techo que limite los resultados negativos. Obviamente, el gestor tratará de cerrar las posiciones cortas con las mínimas pérdidas posibles, pero sobre el papel el riesgo es muy alto.

Otra de las lecciones que se extraen de este episodio es la facilidad con la que inversores particulares pudieron dirigir el precio de una acción hacia lo que ellos querían. Así se observa que el mercado financiero, en este caso el estadounidense, no es tan estable ni opaco como parece, sino todo lo contrario, que con una simple organización entre individuos se puede combatir contra los poderosos creadores de mercado. De hecho, más allá de las grandes pérdidas ocasionadas y los inmensos beneficios obtenidos, esta es la secuela que queda de lo ocurrido, una lucha de los inversores minoristas que se rebelan contra el poder de los grandes fondos de inversión.

Este hecho ha sacado a la luz los diversos vacíos legales que permite la regulación norteamericana, de los que los inversores supieron aprovecharse. Por lo tanto, la Comisión de la Bolsa de Valores de Estados Unidos (SEC por sus siglas en inglés) deberá afrontar lo ocurrido para tratar de evitar situaciones futuras similares, en la que la bolsa de Wall Street se vio tambaleada por unos miles de inversores.

Además, las consecuencias más graves recayeron sobre los fondos de cobertura que poseían posiciones cortas en la empresa, los cuales tendrán que recomponer sus carteras de inversión para no asumir riesgos tan grandes. Esta estrategia seguirá siendo utilizada, pero los fondos deberán reducir sus inversiones en corto si no quieren enfrentarse a nuevas acciones conjuntas de pequeños inversores y las consecuentes pérdidas casi irreparables.

Por último, como ya se ha comentado en el correspondiente apartado del análisis, se deduce que las consecuencias legales habrían sido muy distintas de haber ocurrido en España. Con una legislación mucho más clara y restrictiva que la estadounidense, lo acontecido habría sido considerado como manipulación del mercado, delito que puede conllevar penas de prisión y multas millonarias.

De esta manera queda claro que la autoridad competente en el territorio europeo y, más concretamente, en el territorio español tiene un mayor poder de control sobre el mercado financiero, siendo responsable incluso de distintas restricciones y prohibiciones en relación al uso de las posiciones cortas.

Por todo ello, se podría abrir el debate de donde está el límite entre el control necesario para el correcto funcionamiento del mercado financiero y el libre mercado en el que cada inversor es libre de ejecutar las operaciones que crea más adecuadas.

Lo que sí parece claro son las nuevas corrientes de inversión que surgen, donde los pequeños inversores participan cada vez más en el mercado de manera autónoma gracias a las plataformas online de inversión, que facilitan enormemente las transacciones a cambio de bajas o nulas comisiones. Esto podría desencadenar problemas serios a los inversores menos experimentados que desconozcan los riesgos de sus inversiones, por lo que, una vez más, una mejor educación financiera sería muy necesaria para la optimización de sus carteras.

Cada vez es mayor el interés del público general por obtener rentabilidades positivas de sus ahorros, y las inversiones financieras ofrecen ese servicio. Los nuevos productos, como hedge funds o productos derivados, empiezan a ser más interesantes para los inversores, que pueden estar más dispuestos a asumir riesgos si las ganancias aumentan, pero estas entidades deben tener en cuenta que no existen productos perfectos. El “caso GameStop” puede marcar un punto de inflexión para las entidades de inversión, viéndose obligadas a crear nuevos productos más seguros que puedan seguir proporcionando importantes rentabilidades. Tendrán que ser conscientes de que no solo ellas participan en el mercado, sino que hay millones de inversores particulares cuyas decisiones pueden afectar a sus estrategias.

## 9. Referencias bibliográficas

- [1] M. Noguera, «Documentos de economía "la Caixa". El enigmático mundo de los hedge funds: beneficios y riesgos,» Febrero 2008. [[En línea](#)].
- [2] Comisión Nacional del Mercado de Valores, «Fondos de Inversión Libre. Guía rápida,» [[En línea](#)].
- [3] European Central Bank, «Manual on investment fund statistics. Based on regulation ECB/2013/38 and guideline ECB/2014/15.,» Diciembre 2017. [[En línea](#)].
- [4] U.S. Securities and Exchange Commission, «Investor Bulletin: Hedge Funds,» Octubre 2012. [[En línea](#)].
- [5] U.S. Securities and Exchange Commission, «Accredited Investors - Updated Investor Bulletin,» Abril 2021. [[En línea](#)].
- [6] BNP Paribas Wealth Management, «Invertir en Hedge Funds,» 2018. [[En línea](#)].
- [7] M. J. Pérez Fructuoso, «Fondos de Riesgo "Hedge Funds" y cobertura aseguradora,» 2006. [[En línea](#)].
- [8] E. Roca, «¿Qué es un fondo de inversión y cómo funciona?,» Rankia, Noviembre 2020. [[En línea](#)].
- [9] Bankinter, «Blog de Economía y Finanzas Bankinter,» Febrero 2021. [[En línea](#)].
- [10] GameStop Corp., «About GameStop,» 2021. [[En línea](#)].
- [11] J. Chung, «Melvin Capital Lost 53% in January, Hurt by GameStop and Other Bets,» The Wall Street Journal, 31 Enero 2021. [[En línea](#)].
- [12] S. Herbst-Bayliss, «Citadel's Griffin details firm's role in trading during GameStop rally,» Reuters, 18 Febrero 2021. [[En línea](#)].
- [13] El Economista, «Gamestop llega a desplomarse más de un 50% tras restringir Robinhood y otras plataformas la compra de acciones,» 28 Enero 2021. [[En línea](#)].
- [14] Á. Sánchez, «El héroe de Reddit se defiende: “No pedí a nadie que comprara para beneficiarme”,» El País, 18 Febrero 2021. [[En línea](#)].

- [15] L. Feiner, «Reddit CEO defends platform's role in GameStop surge,» CNBC, 18 Febrero 2021. [\[En línea\]](#).
- [16] Comité de Servicios Financieros de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, «Memorandum “Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide”,» 18 Febrero 2021. [\[En línea\]](#).
- [17] Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, «Reglamento UE 236/2012 sobre las ventas en corto,» 14 Marzo 2012. [\[En línea\]](#).
- [18] CNMV, «Acuerdo de la CNMV en relación con las posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero,» 11 Agosto 2011. [\[En línea\]](#).
- [19] CNMV, «La CNMV levanta la prohibición cautelar de constituir o incrementar posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero,» 15 Febrero 2012. [\[En línea\]](#).
- [20] CNMV, «La CNMV prohíbe con efectos inmediatos y por el plazo de 1 mes las ventas en corto y operaciones similares relacionadas con acciones de Liberbank, S.A.,» 12 Junio 2017. [\[En línea\]](#).
- [21] CNMV, «Acuerdo de la CNMV prorrogando hasta el 30 de noviembre de 2017 las restricciones a las posiciones cortas en acciones de Liberbank, S.A.,» 12 Septiembre 2017. [\[En línea\]](#).
- [22] CNMV, «Acuerdo de la CNMV de levantar con efectos del 21 de noviembre de 2017 las restricciones a las posiciones cortas en acciones de Liberbank, S.A.,» 20 Noviembre 2017. [\[En línea\]](#).
- [23] CNMV, «La CNMV prohíbe temporalmente las ventas en corto sobre acciones de 69 sociedades cotizadas,» 12 Marzo 2020. [\[En línea\]](#).
- [24] CNMV, «La CNMV prohíbe temporalmente la constitución o incremento de posiciones cortas netas sobre acciones cotizadas,» 16 Marzo 2020. [\[En línea\]](#).
- [25] CNMV, «La CNMV decide no prolongar la prohibición de creación o incremento de posiciones cortas netas,» 18 Mayo 2020. [\[En línea\]](#).

- [26] Europa Press, «La CNMV advierte que un fenómeno como GameStop en España sería manipulación del mercado,» 28 Enero 2021. [[En línea](#)].
- [27] Ministerio de Economía y Competitividad, «Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores,» 24 Octubre 2015. [[En línea](#)].
- [28] Jefatura del Estado, «Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal,» 24 Noviembre 1995. [[En línea](#)].