



Hedge funds: desarrollo del sector en España.

CARLOS ARENILLAS LORENTE – VICEPRESIDENTE DE LA CNMV

II JORNADAS PARA PROFESIONALES FINANCIEROS

Barcelona, 15 de noviembre de 2007

1. Introducción

En los últimos años, la oferta de productos financieros para los inversores ha aumentado de forma notable gracias a la intensa transformación de los mercados de valores de las principales economías. El proceso de globalización e innovación financiera, que ha traído consigo el desarrollo de nuevas tecnologías y técnicas de gestión, así como una creciente participación de las familias en los mercados y la creciente libertad de movimiento de capitales, están detrás de esta transformación. Así, de un tiempo a esta parte, figuras como las entidades de capital riesgo, los *hedge funds* o fondos de inversión libre o los fondos cotizados o ETFs se han convertido en productos ampliamente conocidos, que gozan de un creciente interés por parte de los inversores.

La aparición de productos complejos y de nuevas técnicas de gestión ha implicado una mayor dependencia del asesoramiento financiero para el proceso de toma de decisiones de inversión. La necesidad de información y el establecimiento de unos determinados requisitos organizativos y de normas de conducta, requieren que dicho proceso se acompañe de un adecuado marco regulador, que mantenga la confianza de inversores, intermediarios y emisores de valores en el conjunto del sistema.

Periodos de inestabilidad financiera como los que venimos observando en los últimos meses, generados inicialmente por los problemas financieros derivados de la concesión de hipotecas de alto riesgo en EE.UU., ponen de manifiesto la necesidad de extremar la transparencia y de mantener un adecuado grado de control sobre aquellos productos que están sujetos a controles regulatorios que parecen, a la luz de los acontecimientos, poco adecuados.

La transparencia y el mantenimiento de un adecuado nivel de información son esenciales para minimizar, que no eliminar, la incertidumbre entre los inversores. El objetivo final es lograr que los inversores comprendan la naturaleza del producto que están adquiriendo y que reciban información de las particularidades que pueden llegar a rodear a su inversión. Como decía, la transparencia es clave para mantener la confianza en el sistema.

En este contexto, la labor de los supervisores de valores consiste en tratar de garantizar unas condiciones adecuadas para que el inversor tome su decisión de inversión consciente de la combinación de riesgo y rentabilidad que se adecua a sus preferencias. Esto es, se trata de asegurar las mismas reglas del juego para todos los participantes en el mercado, de modo que la forma de atraer nuevos inversores se canalice a través de las normas existentes que garantizan la adecuada gestión de las inversiones del público y el derecho que tiene el mismo a estar informado.

Dicho esto, voy a estructurar mi intervención en tres partes: en primer lugar, aportaré algunas reflexiones sobre el papel de los *hedge funds* en los mercados financieros internacionales; a continuación, me centraré en la regulación de estas instituciones en España así como en la normativa de otros países y, finalmente, ofreceré algunas cifras sobre la situación del sector en España, junto con algunas reflexiones finales.

2. Papel de los *hedge funds* en los mercados financieros

Existe un amplio consenso sobre los beneficios que aportan los *hedge funds* al conjunto de los mercados financieros. Su función como tomadores de riesgos y la posibilidad de disponer de una operativa libre de restricciones les convierte en una importante fuente de liquidez para los mismos. Su intensa actividad y el tipo de estrategias de gestión utilizadas persiguen aprovechar las oportunidades de arbitraje, lo que permite reducir desajustes en la formación de precios de los activos. Pueden llegar a ser, en definitiva, una importante fuerza de estabilización en algunos casos.

En relación a los inversores, el desarrollo de los *hedge funds* permite ampliar la oferta de productos en los que invertir y aumenta la competencia del sector de la inversión colectiva, lo que, en términos generales, facilita una mejor gestión de sus ahorros. Por otra parte, el hecho de que, en principio, parte de las estrategias que desarrollan busquen reducir la correlación entre la rentabilidad del producto y la evolución del conjunto de los mercados, les configura como un vehículo útil para la diversificación de riesgos.

No obstante, su creciente importancia en los mercados también suscita inquietudes dada la heterogeneidad de la información existente sobre su actividad y el distinto grado de regulación del sector a nivel internacional; algo poco adecuado dado el carácter global de los mercados financieros. En ocasiones, una acumulación excesiva de riesgos por parte de estos vehículos puede llegar a ser una fuente de inestabilidad. Por otra parte, el volumen de los fondos gestionados y sus posibilidades de apalancamiento puede afectar de forma anómala a la cotización de ciertos valores e instrumentos financieros, derivando en una reducción de la calidad y eficiencia del proceso de formación de precios.

Aunque no existen cifras oficiales, actualmente se estima que el valor de los activos gestionados a nivel mundial se aproxima a 1,6 billones (españoles) de dólares, equivalentes aproximadamente a 1,1 billones de euros, es decir, algo más que el valor del PIB de nuestro país. En este sentido, aunque sólo suponen alrededor de un 5 % del total de activos bajo gestión a nivel mundial, representan entre un tercio y la mitad de la negociación diaria de las bolsas de Nueva York y Londres.

Algunos estudios constatan una creciente concentración de la actividad, en cuanto a volúmenes y número de entidades que han adoptado el seguimiento de las estrategias de los *hedge funds*, y se posicionan de forma simultánea a estos en los mercados financieros. Esto configura una serie de factores de riesgo no sólo relacionados con la actividad directa de los *hedge funds*, sino también con la industria desarrollada a su alrededor, tales como el papel de los *prime brokers* y su efecto en el conjunto de los mercados. Otros factores que también generan incertidumbre son su elevado grado de opacidad, la complejidad de su operativa y el pujante desarrollo de estructuras y productos referenciados a *hedge funds*.

En situaciones de incertidumbre como la generada por las recientes turbulencias en los mercados de crédito, es frecuente llamar la atención sobre la actividad de dichas instituciones. No obstante, cabe decir que no existe consenso en cuanto al papel que los *hedge funds* pueden tener en situaciones como la actual, sobre todo, como he mencionado anteriormente, por la falta de información clara sobre su actividad a nivel global. Sí existe evidencia preliminar de que estas entidades, al tener un mayor apetito por el riesgo, puedan haber contribuido a reducir la prima de riesgo de los mercados, con el consiguiente debilitamiento de este elemento disciplinador de la demanda de financiación.

Adicionalmente, las relaciones entre las entidades de crédito que prestan múltiples servicios a los *hedge fund*, los mencionados *prime brokers*, y los *hedge funds* es otro elemento a considerar, debido a la posible existencia de conflictos de interés.

En todo caso, no parece que los *hedge funds* hayan jugado un papel relevante en la situación de inestabilidad que se ha creado principalmente en EE.UU. Más bien, ésta parece responder a otros factores entre los que cabría destacar unas condiciones monetarias relajadas y el desarrollo de instrumentos de transferencia del riesgo, que han provocado una expansión del crédito tal vez excesiva.

3. Los Fondos de Inversión Libre y su regulación a nivel internacional

A continuación voy a pasar a comentar cuál ha sido la solución normativa que se ha desarrollado en España respecto de los *hedge funds*, así como la situación regulatoria en otros países tanto de la Unión Europea como fuera de la misma.

La regulación de los *hedge funds* en España no se inició hasta el año 2005, momento en el que comenzó, impulsado por el Gobierno y gestionado por la CNMV, un proceso de estudio del sector y reflexión acerca de cuál podría ser la normativa más adecuada. La tarea no fue sencilla, como consecuencia de la falta de homogeneidad en el tratamiento entre los distintos países.

El proceso culminó el año pasado con el desarrollo de la normativa que hizo posible que se registraran los primeros fondos de inversión libre o *hedge funds* españoles.

Los principios en los que se basa la normativa española sobre inversión libre son los siguientes:

- Mantener la eficiencia del sector español de inversión colectiva.
- Garantizar un adecuado grado de transparencia, que de confianza a los participantes.
- Y asegurar una protección adecuada a los inversores, modulando en ocasiones las medidas introducidas en función del tipo de inversor.

El régimen así establecido trata de configurar un marco flexible, adecuado al tipo de inversiones que estas entidades tienen vocación de realizar. Sin embargo, dadas, entre otras, las características de menor liquidez y mayor dificultad para conocer los detalles de las inversiones realizadas, el tipo de inversor al que se dirigen es un inversor cualificado, y por ello la inversión mínima en una IIC de Inversión Libre es de 50 mil euros. Se escogió esta cifra de 50 mil euros porque era la que la Directiva de Folletos fijó como barrera para considerar a un inversor como institucional. De esta forma, se reguló por primera vez, dentro del ámbito de la inversión colectiva, un producto en función del tipo de inversor al que va dirigido. El acceso de los inversores minoristas a estos productos se canaliza a través de las denominadas IIC de Inversión Libre o fondos de *hedge funds*, cuyos requisitos de diversificación y protección del inversor los acercan a las IIC tradicionales.

Es, en definitiva, una regulación que ha conseguido un buen equilibrio entre flexibilidad y seguridad. Se dota a estas instituciones de una gran flexibilidad en sus políticas de inversión, eximiéndoles de los límites de diversificación de riesgos de las IIC tradicionales, entre otras cuestiones. Pero, en contrapartida, se establecen determinadas exigencias sobre las entidades que gestionan el fondo. Así, la gestora deberá cumplir con unos determinados requisitos. Entre ellos, disponer de recursos propios adicionales por riesgo operacional, en la línea de Basilea II y la Directiva de Adecuación de Capital, y dotarse de unos rigurosos sistemas de control de riesgos que le permita realizar periódicamente pruebas de tensión y simulación de escenarios específicos de crisis. Estas pruebas y simulaciones sirven para analizar los potenciales efectos de situaciones límite sobre las carteras de las IIC gestionadas y sobre la adecuada gestión de la liquidez.

Las relaciones entre los *hedge funds* y las entidades proveedoras de servicios, como el administrador o *prime broker*, también son objeto de atención por parte de la normativa. Aunque no se entra a regular de forma específica tales instituciones, sí se establecen mecanismos para asegurar que la prestación de servicios o la delegación de determinadas funciones no dificulten el cumplimiento de las obligaciones de control por parte de la gestora y del depositario.

Un aspecto especialmente relevante es el de la valoración de los activos del fondo. Es esencial que las entidades se doten de los mecanismos necesarios para asegurar la fiabilidad del cálculo del valor liquidativo. En este punto es clave la figura del administrador.

En definitiva, en nuestro país se ha establecido un régimen flexible que se corresponde con la naturaleza de este tipo de entidades. La CNMV tiene la responsabilidad de registrar y supervisar a estas entidades y velar para que no se utilice esta figura para realizar actividades que se corresponden con otras figuras.

La comercialización de los *hedge funds* se verá afectada por la entrada en vigor de la transposición al derecho español de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, más conocida por su acrónimo en inglés MiFID. La nueva regulación que traerá consigo también afectará a la comercialización de todo tipo de instituciones de inversión colectiva, incluidos los *hedge funds*, lo cual no puede considerarse sino como algo positivo, ya que se incrementará la información que debe suministrarse al inversor.

Precisamente la necesidad de contar con normas y criterios homogéneos entre países es algo cada día más necesario dada la creciente globalización de los mercados. En el caso de los *hedge funds*, la falta de armonización a nivel europeo conlleva restricciones a los movimientos de capitales, fragmenta los mercados e incluso puede ocasionar arbitrajes regulatorios no deseables desde el punto de vista del supervisor. A todo lo cual se debe añadir el problema que se genera en cuanto a la dispersión de la información y la falta de transparencia, que puede, en última instancia, dificultar las labores de supervisión de cuestiones relacionadas con abuso de mercado y otras malas prácticas.

Por lo tanto, creo que es de lamentar el que no exista todavía una armonización normativa al respecto en la Unión Europea. Probablemente esto se deba a la diferente concepción que en las distintas jurisdicciones de la Unión se tiene de estas entidades. Esto parece lógico si se tiene en cuenta que ni siquiera existe una definición comúnmente aceptada de lo que es un *hedge fund*.

Por lo tanto, la regulación armonizada de estas entidades sería altamente positiva y debería hacerse tan pronto como sea posible. En ese sentido, la solución ideal sería que los *hedge funds* fuesen materia de una Directiva específica o se incluyesen en alguna otra relacionada,

como podría ser la de UCITS, aunque, a corto plazo, y siendo realistas, una posible vía de actuación sería la de realizar prácticas de reconocimiento mutuo que pueden ser bilaterales o, preferiblemente, multilaterales a través de, por ejemplo, un MOU (o acuerdo de cooperación) entre los miembros de CESR (el Comité de Reguladores de Valores Europeo). Este trabajo podría, a su vez, constituir la semilla sobre la que germine en el futuro una nueva normativa a nivel europeo.

Para terminar este apartado, sabedor de que es un tema del que se va a hablar con mayor profundidad aquí esta mañana, querría hacer una breve referencia a la normativa en materia de *hedge funds* de otros países tanto de la Unión Europea como de fuera de la misma para tratar de observar las diferencias existentes en la regulación.

La normativa vigente en Francia exige unos requisitos mínimos de capital a las sociedades gestoras. En la práctica, el acceso de inversores minoristas está muy restringido, siendo la inversión mínima de 10 mil euros. Se permite un apalancamiento de tres veces los activos del fondo.

En Alemania, por el contrario no se exigen requisitos específicos a las sociedades gestoras de los hedge funds y, aunque no se ha fijado una inversión mínima, el acceso de los minoristas sólo se puede producir a través de fondos de fondos, los cuales no pueden apalancarse.

En cuanto al Reino Unido, sí se fijan requisitos para las sociedades gestoras de hedge funds. Tampoco se ha establecido una inversión mínima y los minoristas acceden a este tipo de inversiones a través de fondos de fondos, que son sociedades de inversión admitidas a cotización.

La normativa estadounidense establece numerosas excepciones a la obligación legal de registro en la SEC a las que la mayor parte de las entidades de este tipo se acogen, por lo que, en la práctica, los *hedge funds* quedan fuera de la supervisión pública y reservados a inversores de renta elevada o cualificados siendo los fondos de *hedge funds* la única vía accesible para los minoristas.

La regulación japonesa, por su parte, es bastante proclive a los hedge funds, que son considerados valores a los efectos de la ley del mercado de valores y, por tanto, son accesibles a cualquier tipo de inversor. La contrapartida a esta facilidad de acceso es el sometimiento a los mismos requisitos de registro e información que cualquier otro valor. Por lo tanto, se prima la transparencia y se cuidan las formas de distribución.

En definitiva, se observa que no existe homogeneidad normativa en el mundo respecto de los *hedge funds*. Lo cual, insisto, no se compadece con unos mercados financieros globales. La semana pasada he tenido ocasión de asistir a la reunión de la Organización Mundial de Comisiones de Valores (IOSCO) celebrada en Tokyo, y en ella he podido constatar que la

postura que dicha organización está planeando promover de cara a una posible regulación de los *hedge funds* es muy similar conceptualmente a la aproximación regulatoria española, es decir, otorgar gran libertad y flexibilidad a la hora de realizar las inversiones pero exigir determinados requisitos a la sociedad gestora del fondo.

4. Situación del sector en España

Paso a informarles de forma somera de los datos del sector de *hedge funds* a cierre del tercer trimestre obtenidos de los registros oficiales de la CNMV.

En cuanto a las entidades gestoras, la nueva figura ha dinamizado en cierto modo a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y hasta un total de 10 nuevas entidades se han registrado en la CNMV, la mayoría de ellas independientes o no vinculadas totalmente con grupos financieros.

Por otra parte, a fecha actual, un total de 29 entidades gestoras de IIC ya existentes han ampliado su programa de actividades para gestionar este tipo de productos. Obviamente, la autorización por parte de la CNMV de la ampliación del programa de actividades de una sociedad gestora de forma que pueda, desde ese momento, gestionar fondos de inversión libre, obliga a dicha gestora a cumplir con los requisitos establecidos para llevar a cabo esa actividad.

Todavía están en fase de autorización 1 nueva entidad y 12 ampliaciones de programa. En definitiva, casi la mitad de las SGIIC existentes en España, que son 120, tendrán en breve capacidad para gestionar este tipo de vehículos.

En lo referente a los productos, esto es el tipo de fondos, hasta la fecha se han registrado un total de 18 fondos de inversión libre (FIL) que alcanzan a 30 de septiembre de 2007 un patrimonio de 210,2 millones de euros con un total de 251 partícipes. Es de señalar que si bien el número de partícipes es bajo, resulta frecuente que este tipo de productos no se comercialice hasta que tenga una historia de resultados consistente que convenza al inversor, por lo que varios de los productos mantienen aún un único inversor.

Respecto a los fondos de fondos de inversión libre, hay 31 registrados a fecha de hoy. El patrimonio a 30 de septiembre de 2007 supera los 813,9 millones de euros, siendo el número de partícipes a esa fecha de 3.037.

No es de sorprender que el número de fondos de fondos sea algo mayor al de productos de gestión directa. Ello responde a varias razones:

- La gestión directa exige gestores mas especializados y reduce la posibilidad de delegación de la gestión.

- La gestión directa tiene menores posibilidades de comercialización, pues las normas imponen restricciones comerciales importantes.
- Dada la falta de experiencia en España, muchas entidades han optado por la opción de comenzar en la gestión diversificada.

Agregando estas cifras y resumiendo, estamos hablando de unas 55 sociedades gestoras capacitadas, o en proceso de estarlo, para realizar esta actividad y que gestionan un patrimonio de algo más de 1.000 millones de euros, propiedad de casi 3.300 partícipes.

Son cifras aún modestas en patrimonio y partícipes si se comparan con el total del sector de inversión colectiva en España, ya que representa menos del 0,5 % respecto al total en ambas magnitudes. Pero no conviene olvidar, para no perder perspectiva, que hace poco más de un año que la regulación sobre los *hedge funds* vio la luz en nuestro país.

La evolución hasta ahora se puede considerar positiva al considerar que se trata de una regulación que, como he comentado anteriormente, hace más hincapié en los requisitos que debe cumplir la gestora, especialmente en el ámbito de los sistemas de control y de la experiencia de los gestores, que en imponer restricciones al producto. Como he mencionado anteriormente, casi la mitad de las gestoras está capacitada, o lo va a estar pronto, para realizar esta actividad y el número de productos en el futuro lo determinará el número de gestoras registradas, por lo que es de esperar que, a corto plazo, se mantenga relativamente estable el número de gestoras de fondos y aumente el patrimonio y partícipes de los fondos ya registrados desde hace meses, una vez han conseguido mantener datos históricos.

5. Conclusiones

Para concluir, los *hedge funds* son instrumentos que surgen a raíz de una forma nueva de entender la gestión financiera, tratando de no depender tanto de la evolución de los mercados sino de cubrirse ante evoluciones adversas de los mismos, de ahí su nombre, pues *hedge* significa cobertura.

Desde esta concepción primigenia, la figura de los *hedge funds* ha evolucionado mucho y hoy en día desarrollan multitud de estrategias de inversión. Su contribución al desarrollo de los mercados financieros es innegable a pesar de que también adolecen de aspectos menos positivos como pueden ser su menor liquidez, sus mayores comisiones pero muy relacionadas con el grado de éxito en los resultados obtenidos, o el mayor nivel de riesgo que son proclives a asumir, nivel de riesgo que puede acrecentarse debido al apalancamiento con el que suelen operar.

En cualquier caso, es innegable que son un participante crecientemente importante en los mercados financieros y están aquí para quedarse, por lo que España necesitaba dar una respuesta regulatoria. La heterogeneidad normativa internacional en la materia no proporcionaba demasiadas pistas, por lo que se optó por desarrollar un marco que respetara la libertad de actuación, seña de identidad de estas entidades, pero al mismo tiempo garantizara los adecuados niveles de protección que todos los inversores necesitan. Creo sinceramente que este objetivo se ha conseguido aunque, por supuesto, siempre pueda haber aspectos mejorables o que se deban actualizar con el paso del tiempo. Buena prueba de ello es la dirección que parece estar tomando la iniciativa de IOSCO y que puede constituir la base de una mayor homogeneidad normativa en un futuro no muy lejano y que, como he comentado, es bastante similar a la normativa española.

En relación con esto, también son importantes las iniciativas que parten de los propios profesionales del sector y en este sentido quiero señalar la muy reciente puesta a consulta pública de un código de conducta elaborado por los 14 *hedge funds* londinenses más relevantes, que gestionan en conjunto 180 mil millones de dólares, y por el que se obligarán a cumplir una serie de requisitos o a explicar por qué no los cumplen. Estos requisitos, pensados para proteger a los inversores, se refieren a proporcionar información acerca de valores mantenidos en cartera cuya valoración es compleja y los métodos de valoración utilizados, acerca de los planes de gestión del riesgo (incluyendo el riesgo de liquidez) y acerca de las políticas de gestión de los conflictos de interés.

Y termino, creo que existe una relación significativa entre el grado de madurez financiera de una comunidad y el aumento de posibilidades de inversión de sus agentes. En este marco, los fondos de inversión libre, que es como aquí hemos denominado a los *hedge funds*, suponen un paso adelante en la modernización de nuestro mercado financiero y una fuente de nuevos retos tanto para los agentes privados, los inversores y los reguladores. Estos retos aparecen más acuciantes cuando atendemos al carácter global de los mercados de valores en el mundo actual. De la forma de abordar estos retos dependerá, en gran parte, el que estos vehículos de inversión supongan niveles superiores de eficiencia de los mercados.

Muchas gracias por su atención y que tengan unas provechosas jornadas.