



# Estudio sobre la industria de *hedge funds*



---

# Estudio sobre la industria de *hedge funds*

Febrero 2006

Este documento refleja exclusivamente la opinión del grupo de trabajo, y no necesariamente la de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar este documento, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 84-87870-50-3

Depósito legal: M. 24.788-2006

Diseño y edición: Margen

Imprime: Sociedad Anónima de Fotocomposición  
Talasio, 9. 208027 Madrid

# Índice general

	<b>Presentación</b>	<b>11</b>
<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>13</b>
<b>2</b>	<b>Una revisión de la industria de <i>hedge funds</i></b>	<b>17</b>
2.1	Descripción global de la industria	17
2.2	Características de los <i>hedge funds</i>	19
2.3	Estructura de los <i>hedge funds</i>	33
2.3.1	Inversores	33
2.3.2	Sociedades gestoras y gestores	35
2.3.3	Proveedores de servicios ( <i>prime broker</i> , administrador, custodio, auditor)	36
2.4	Algunas cifras de países europeos	44
2.4.1	Agregado	44
2.4.2	Desglose por países	47
<b>3</b>	<b>Comentarios de las reuniones mantenidas con la industria</b>	<b>55</b>
3.1	Características de los <i>hedge funds</i>	55
3.2	Organización y estructura de la industria	56
3.3	Determinantes de la localización de los fondos y gestoras	58
3.3.1	<i>Hedge funds</i>	58
3.3.2	Gestoras de <i>hedge funds</i>	58
3.4	Operativa y proceso de inversión	59
3.4.1	<i>Hedge funds</i>	59
3.4.2	Fondos de <i>hedge funds</i>	59
3.5	Promoción y comercialización	61
3.5.1	Cliente objetivo	61
3.5.2	Promoción	62
3.6	Procesos de diligencia debida	62
3.7	Difusión de información y folletos	64
3.8	Política de comisiones	65
3.9	Gestión del riesgo	65
3.10	Normas de conducta	66
3.11	Las cuentas gestionadas ( <i>managed accounts</i> )	67
3.12	Tendencias del mercado	68

<b>4</b>	<b>Análisis del tratamiento de los <i>hedge funds</i> en otros ordenamientos jurídicos</b>	<b>71</b>
4.1	Unión Europea	71
4.1.1	Francia	72
4.1.2	Alemania	73
4.1.3	Italia	74
4.1.4	Irlanda	74
4.1.5	Luxemburgo	75
4.1.6	Reino Unido	76
4.2	Estados Unidos	78
4.3	Japón	80
4.4	Cuadro resumen	82
<b>5</b>	<b>Riesgo sistémico y otros riesgos de la actividad de los <i>hedge funds</i> sobre la estabilidad financiera y el funcionamiento de los mercados</b>	<b>85</b>
5.1	Lecciones del caso Long Term Capital Management (LTCM)	87
5.1.1	Efecto potencial sobre los mercados financieros de la quiebra del LTCM	87
5.1.2	Identificación de los factores de riesgo	88
5.1.3	Actuaciones para evitar la propagación del riesgo sistémico	89
5.2	Situación actual de los <i>hedge funds</i>	90
5.3	Factores de riesgo de desestabilización del sistema y de los mercados financieros bajo la coyuntura actual	93
5.3.1	Riesgos genéricos y específicos para la estabilidad financiera y la confianza de los mercados	94
5.3.2	Factores de riesgo específico más destacables	96
5.4	Conclusiones y líneas de actuación	106
<b>6</b>	<b>Protección del inversor en la comercialización de los <i>hedge funds</i></b>	<b>113</b>
6.1	Introducción	113
6.2	Análisis de las previsiones normativas desde la perspectiva del inversor minorista	114
6.2.1	Establecimiento de límites de acceso	114
6.2.2	Liquidez	115
6.3	Comercialización de <i>hedge funds</i> y productos relacionados	115
6.4	Medidas para paliar los riesgos	118
<b>7</b>	<b>Resumen y conclusiones</b>	<b>119</b>
	<b>Bibliografía</b>	<b>123</b>
Anexo	Glosario de términos	125

# Índice de cuadros

Cuadro 1	Características de los <i>hedge funds</i>	21
Cuadro 2	<i>Ranking</i> de sociedades gestoras de <i>hedge funds</i> por volumen de activos gestionados (diciembre 2004)	22
Cuadro 3	Breve descripción de las estrategias más importantes de los <i>hedge funds</i>	25
Cuadro 4	Activos, rentabilidad, desviación típica y ratio de <i>Sharpe</i> de los <i>hedge funds</i> : desglose por estrategias	26
Cuadro 5	Ingresos y beneficios generados por la industria de <i>hedge funds</i>	37
Cuadro 6	<i>Ranking</i> de <i>prime brokers</i> , según el volumen de activos de los <i>hedge funds</i>	40
Cuadro 7	Administradores de <i>hedge funds</i> y fondos de <i>hedge funds</i> : activos en gestión	42
Cuadro 8	La industria europea de <i>hedge funds</i>	44
Cuadro 9	Resumen de las lecciones del caso LTCM (I)	90
Cuadro 10	Resumen de las lecciones del caso LTCM (y II)	90
Cuadro 11	Resumen de los riesgos diferenciales de la industria de <i>hedge funds</i> respecto a 1998	93
Cuadro 12	Resumen de los riesgos que no son objeto de análisis por no afectar directamente a la estabilidad y confianza de los mercados	94
Cuadro 13	Resumen de los riesgos potenciales y factores fuente específicos, bajo la coyuntura actual, que podrían afectar directamente a la estabilidad y confianza de los mercados	95
Cuadro 14	Categorización de las estrategias de los <i>hedge funds</i>	97
Cuadro 15	Factores de riesgo específico más destacables, que han sido objeto de seguimiento	106
Cuadro 16	Resumen de las recomendaciones sobre riesgo sistémico y estabilidad de los mercados financieros	111

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Evolución del número de <i>hedge funds</i> y fondos de <i>hedge funds</i>	17
Gráfico 2	Evolución de los activos gestionados	18
Gráfico 3	Distribución geográfica de los <i>hedge funds</i>	20
Gráfico 4	Índices de rendimiento CSFB/Tremont de los <i>hedge funds</i> por estrategias	28
Gráfico 5	Fuentes de capital de los <i>hedge funds</i>	34
Gráfico 6	Servicios de los <i>prime broker</i>	39
Gráfico 7	Distribución geográfica de los <i>hedge funds</i> europeos según la localización de la sociedad gestora, 2004 (%)	45
Gráfico 8	Activos de los <i>hedge funds</i> europeos por tipo de estrategia, 1998-2004	46
Gráfico 9	Principales <i>prime brokers</i> europeos	46
Gráfico 10	Centro de administración de los <i>hedge funds</i> europeos	47







# Presentación

Este informe es el resultado del grupo de trabajo sobre *hedge funds*<sup>1</sup> que se inició en abril de 2005. El grupo se formó con los siguientes objetivos:

- Conocer la industria que se puede desarrollar tras la aprobación por parte del Gobierno del Reglamento de IIC<sup>2</sup>.
- Determinar y elaborar la correspondiente Circular sobre IIC de Inversión Libre e IIC de IIC de Inversión Libre que desarrolla el Reglamento.
- Concretar las necesidades técnicas y humanas de las distintas direcciones de la CNMV para el correcto desarrollo de las funciones propias de la institución: supervisión del funcionamiento de los mercados, cumplir con las funciones de registro de la nueva industria y asegurar la correcta protección a los inversores.

El grupo, presidido por mí y con la colaboración de Montserrat Martínez, ha estado integrado por una amplia representación de las distintas direcciones de la CNMV, siendo especialmente activo, como era de esperar, el papel de los técnicos de la Dirección General de Entidades, con Antonio Carrascosa al frente. En concreto, han participado en el grupo:

- Dirección General de Entidades (D. Autorización y Registro y D. Supervisión)
- Dirección General de Servicios Jurídicos
- Dirección de Mercados Secundarios
- Dirección de Estudios y Estadísticas
- Dirección de Relaciones Internacionales
- Dirección de Inversores
- Gabinete de la Presidencia y Vicepresidencia

La composición del grupo ha sido la siguiente: Antonio Carrascosa, M<sup>a</sup> José Gómez Yubero, Antonio Moreno, Juan Alcaide, José María Marcos, Joaquín Padeira, Antonio Mas, M<sup>a</sup> José Pérez Santamarina, Nieves García Santos, Maribel Cambón –cuyo trabajo y conocimiento sobre la materia ha sido muy útil para la elaboración de este informe–, Rodrigo Buenaventura, Elena Brito, Cristina Carrillo, José María Noguei-

---

1. Ver Anexo 1 donde se recoge un glosario de los términos utilizados a lo largo de este informe sobre la industria de *hedge funds*.

2. Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva.

ra y Montserrat Martínez. Asimismo, también han participado en diversas reuniones Jorge Vergara, Teresa González, Lucía Conde, Marta Isabel Garcés, Silvia García, Francisco Javier Cano y Marta Estavillo (Banco de España) a quien agradecemos su visión sobre cuestiones relacionadas con riesgos sistémicos.

Se agradece especialmente la colaboración de todos los profesionales de la industria de *hedge funds* que han estado en contacto con la CNMV y que han participado en las múltiples reuniones de trabajo.

Como presidente del grupo la experiencia ha sido gratificante. Durante estos meses ha sido muy interesante ver como, fruto de la interacción entre los técnicos de las diferentes direcciones de la CNMV, y de estos con los profesionales del sector, surgía un trabajo de calidad notable.

Confío en la utilidad de este informe<sup>3</sup>, cuya versión pública se presenta a continuación, tanto en la elaboración del material normativo como para el desarrollo de las tareas de supervisión y formación que la CNMV deberá acometer en los próximos meses con motivo de la aparición “legal” en España de estos vehículos de inversión.

Creo que existe una relación significativa entre el grado de madurez financiera de una comunidad y el aumento de las posibilidades de inversión de sus agentes. En este marco, los Fondos de Inversión Libre —como aquí hemos denominado a los *hedge funds*— suponen un paso adelante en la modernización de nuestro mercado de valores y una fuente de nuevos retos en las tareas de regulación y supervisión de éstos. De la forma de abordarlos dependerá, en gran parte, el que estos vehículos de inversión supongan niveles superiores de eficiencia de nuestros mercados.

**Carlos Arenillas**  
Vicepresidente de la CNMV

---

3. A finales de 2005 se publicó un trabajo de Nieves García Santos en la revista de Estabilidad Financiera del Banco de España (nº 9) titulado “*Hedge funds* y riesgo sistémico: una primera aproximación”.

# 1 Introducción

Un elemento clave del nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)<sup>4</sup> ha sido la regulación de la figura de IIC de Inversión Libre, ya sea mediante la forma de fondo o sociedad.

Esta nueva figura se enmarca dentro de los objetivos que se ha fijado el Gobierno con el citado Reglamento. Esto es:

- a. flexibilizar el marco actual de las IIC, eliminando parte de los obstáculos o restricciones a las que se enfrentaban;
- b. reforzar la protección de los inversores, mediante el fomento de la transparencia y la mejora de las asimetrías de información, la falta de control interno y los posibles conflictos de interés;
- c. y, finalmente, mejorar el régimen de intervención administrativa.

Las instituciones de inversión libre están dirigidas a inversores cualificados que, en un principio, por su nivel de formación y de información requieren un menor grado de protección. Por ello, son exceptuadas de la mayoría de requisitos de actuación exigidos al resto de instituciones. La vía para que el minorista acceda a las citadas IIC es a través de la figura de “fondos de fondos”, es decir, la IIC que a su vez invierte en IIC de inversión libre. Así, se busca aportar dos garantías adicionales: la existencia de un gestor especializado en la búsqueda y selección de este tipo de IIC y la diversificación del riesgo en su sentido más amplio, no sólo de rendimiento sino también el idiosincrásico de este tipo de instituciones.

La novedad de la regulación en el ordenamiento español de dicha figura requería de un estudio pormenorizado de la industria de *hedge funds* ya existente en otros países, donde la escasez de cifras oficiales y la poca regulación al respecto, a pesar de ser un mercado relativamente maduro, confieren a la industria un notable grado de opacidad. La preocupación por el desarrollo de la misma, los posibles efectos en los mercados en los que operan y el objetivo de asegurar la protección del inversor ante una industria poco conocida, requerían de una revisión de las principales cuestiones relacionadas con los *hedge funds*.

Asimismo, la entrada en vigor del Reglamento de IIC implicaba, entre otras cuestiones, un desarrollo normativo por parte de la CNMV en materia de IIC de inversión libre mediante la publicación de la correspondiente Circular.

---

4. Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

El presente documento es el resultado del grupo de trabajo sobre la industria de *hedge funds* creado en la CNMV con el objetivo de aportar respuestas a las anteriores cuestiones y determinar las medidas que deben ser acometidas por la CNMV ante el desarrollo de la nueva industria. Todo ello dentro del marco de actuación de la CNMV, esto es, con los objetivos siempre presentes de velar por la transparencia de los mercados de valores españoles, por la correcta formación de precios, así como por la protección de los inversores. El trabajo se ha desarrollado de la siguiente forma.

En primer lugar, era preciso conocer, cuantificar y enmarcar la situación actual de la industria de *hedge funds* a nivel internacional, tal y como se recoge en el segundo capítulo de este informe, donde se realiza una aproximación a la industria existente<sup>5</sup>. Para ello, uno de los principales obstáculos es la escasez de datos oficiales que permitan una visión global y homogénea de la industria, por lo que las cifras deben tomarse con cautela.

Según las estimaciones existentes, la industria de *hedge funds* ha mostrado un importante crecimiento en los últimos años, sobre todo desde 2001. En la actualidad, los activos bajo gestión son próximos al billón de dólares. Gran parte del crecimiento de los últimos años se ha debido a las aportaciones realizadas por parte de los fondos de pensiones y otros inversores institucionales, en detrimento de las inversiones provenientes de individuos de elevado poder adquisitivo, tal y como era habitual en los orígenes de la industria de *hedge funds*.

Geográficamente, Estados Unidos sigue siendo el país de referencia en la industria, pero su importancia se ha reducido en los últimos años a favor de otras zonas como Europa. La localización de los fondos ha estado durante muchos años en los denominados centros *off-shore* dada su escasa o nula regulación, pero la tendencia hacia un mayor grado regulatorio es notable, especialmente sobre las gestoras de dichas IIC.

El estudio de la industria se ha completado con la información directa recibida por parte de los protagonistas del sector. La CNMV ha mantenido contacto con diversas instituciones y agentes del mercado para recabar información respecto a temas tan variados como la estructura organizativa, tipo de clientes, estrategias utilizadas, niveles de apalancamiento, sistemas de gestión del riesgo o procesos de selección de los fondos en los que se invierte, en el caso de los fondos de *hedge funds*. A pesar de las cautelas necesarias con las que hay que tomar dicha información, el capítulo tres recoge las cuestiones más relevantes de dichas entrevistas, donde la respuesta por parte de las instituciones del sector ha sido muy positiva.

Aunque una de las características de la industria es su escasa o nula regulación, no cabe duda de la creciente tendencia hacia un mayor grado de control sobre la misma. En el cuarto capítulo se detalla el menor o mayor grado de avance regulatorio al respecto en distintas jurisdicciones. El desarrollo más temprano y, en ocasiones, más permisivo de la regulación de la industria de *hedge funds* que se produjo en

---

5. Este apartado complementa a la vez que toma como referencia la monografía nº 6 de la CNMV, escrita por María Isabel Cambón, sobre Instituciones de Inversión Alternativa, de julio de 2004.

EEUU y Reino Unido, dio como resultado una elevada concentración de la misma en estos países. Sin embargo, recientemente ambas jurisdicciones han planteado la posibilidad de reformar algunos puntos de su regulación, al percibir ciertos riesgos para la estabilidad de los mercados financieros o para los inversores. Así, en EEUU, se ha aprobado recientemente una normativa que obliga al registro de los gestores de *hedge funds* en la SEC<sup>6</sup>, mientras que la FSA<sup>7</sup> ha realizado un esfuerzo significativo en temas relativos a la comercialización de estos productos y al riesgo sistémico. Otros países europeos como Francia, Italia o Alemania también han mostrado un avance sustancial durante los últimos años en la regulación de la industria de *hedge funds*, dando lugar a una regulación europea heterogénea y con resultados diversos en cuanto al tipo de industria registrada.

La atención internacional se está centrando en la industria de *hedge funds* como una posible fuente de riesgo para los mercados e inversores, sobre todo tras algunos episodios de crisis acaecidos en el pasado. Desde organizaciones como el BIS<sup>8</sup> o la propia Comisión Europea, además de las respectivas instituciones supervisoras, como la SEC o la FSA, se ha dedicado tiempo y esfuerzos al respecto con diversos informes y estudios publicados.

No caben dudas sobre los beneficios que aportan los *hedge funds* al conjunto de los mercados financieros, al cumplir un papel sustancial en el desarrollo de los mismos. Desde instituciones privadas y organismos públicos se reconoce la importancia de los *hedge funds* en los mercados, así como los beneficios para los posibles inversores. Los *hedge funds*, al ser tomadores de riesgos y disponer de una operativa libre de restricciones, son una importante fuente de liquidez para los mercados financieros<sup>9</sup>, tanto en situaciones normales como en posibles perturbaciones de mercado. Asimismo, dada su actividad y estrategia de gestión, persiguen las oportunidades de arbitraje en los mercados, lo que tiende a reducir desajustes en la formación de precios de los activos.

No obstante, su creciente importancia relativa también suscita cierta preocupación por su papel en el proceso de transferencia del riesgo (pudiendo llegar a ser una fuente potencial de riesgo sistémico), y también por su creciente actividad en los mercados y su capacidad para impactar en la negociación de ciertos valores y subyacentes, lo que, en determinadas circunstancias, podría derivar en una reducción de la calidad y eficiencia del proceso de formación de precios.

El capítulo cinco de este informe, tras revisar la experiencia histórica en casos como el del LTCM<sup>10</sup>, constata el menor grado de apalancamiento de la industria en la actualidad y la mejora de los sistemas de control de riesgos, aunque también evidencia

---

6. Securities and Exchange Commission.

7. Financial Services Authority.

8. Bank for International Settlements.

9. Estimaciones existentes muestran que aunque sólo suponen alrededor de un 5% del total de activos bajo gestión, representan entre un tercio y la mitad de la negociación diaria de la bolsa de Nueva York y de la bolsa de Londres.

10. Long Term Capital Management.

la creciente concentración de la actividad, en cuanto a volúmenes y número de entidades que, además de los *hedge funds*, han adoptado el seguimiento de sus mismas estrategias y se posicionan de forma simultánea a los *hedge funds* en los mercados financieros. Todo ello determina 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, como el papel de los *prime brokers* y su efecto en el conjunto de los mercados.

No se puede olvidar que aunque los *hedge funds* conllevan beneficios para los inversores en la medida en que amplían la oferta de productos y aumentan la competencia, también pueden ser una sustancial fuente de riesgos para los mismos, sobre todo desde el punto de vista del inversor minorista, habitualmente con un grado de sofisticación financiera menor, cuya protección es uno de los principales objetivos de las autoridades supervisoras. Dada la opacidad de la industria, la complejidad de su operativa, así como el creciente desarrollo de estructuras y productos referenciados a los *hedge funds*, las cautelas en este sentido deben ser máximas. El capítulo seis se centra en estas cuestiones, identificando los riesgos y planteando posibles actuaciones al respecto.

Finalmente, en el anexo se detalla un glosario de los principales términos utilizados en este informe.



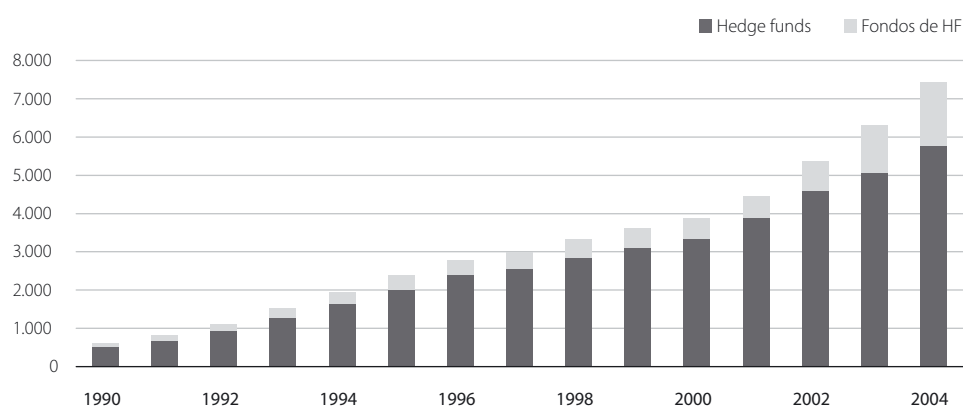
## 2 Una revisión de la industria de *hedge funds*

### 2.1 Descripción global de la industria

El mantenimiento de la industria de *hedge funds* prácticamente al margen de la regulación durante los últimos años dificulta la descripción de la misma por cuanto que no existen cifras oficiales de referencia. Habitualmente se utiliza la información de algunas bases de datos comerciales a las que los *hedge funds* se adhieren de forma voluntaria a cambio de determinadas contraprestaciones. Este hecho implica que la información disponible en estas bases de datos está sesgada y que la información que ofrecen diversas instituciones financieras puede contener discrepancias importantes dependiendo de la muestra de fondos que contenga y de los criterios que utilice. Por ello, la información descriptiva de diversas fuentes sobre la industria de *hedge funds* que se expone a continuación debe tomarse con prudencia, si bien puede ofrecer una idea aproximada de la misma.

La industria de los *hedge funds* ha tenido un crecimiento elevado a lo largo de la década de los noventa, que parece haberse intensificado desde el año 2000. Las estimaciones de HFR<sup>11</sup> sugieren que al finalizar 2004 el número de estas instituciones sería cercano a los 7.500 (véase gráfico 1), de las cuales casi 5.800 correspondían a *single hedge funds* y más de 1.600 a fondos de *hedge funds*. Respecto a los activos gestionados por el sector, las estimaciones indican que al finalizar 2004, éstos habrían queda-

Gráfico 1 Evolución del número de *hedge funds* y fondos de *hedge funds*



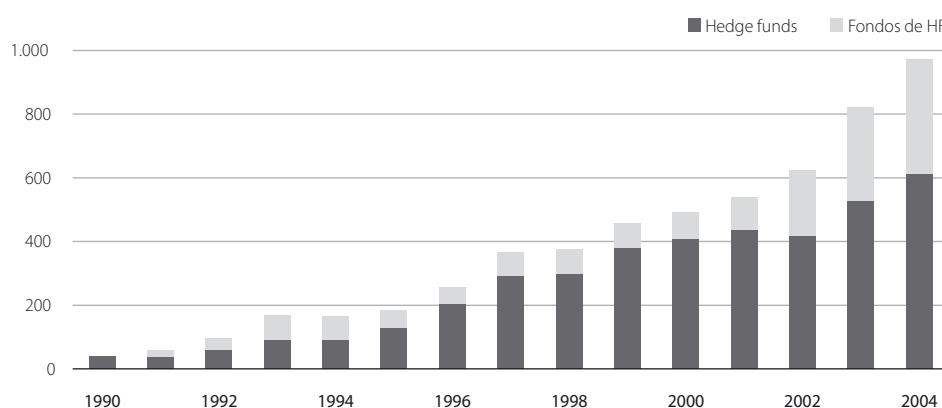
Fuente: HFR.

11. *Hedge Fund Research*.

do cerca del billón de dólares<sup>12</sup> (véase gráfico 2). De ellos, algo más de 600 millardos de dólares corresponderían a *single hedge funds* y el resto a fondos de *hedge funds*<sup>13</sup>.

El crecimiento de la industria de gestión alternativa durante los últimos años, tanto en número de instituciones como en activos gestionados, ha sido protagonizado principalmente por los fondos de *hedge funds*. Se podría decir que entre 2001 y 2004 en torno al 60% del crecimiento del volumen de activos de los *hedge funds* tuvo origen en los fondos de *hedge funds* y el 40% en los *single hedge funds*. Considerando las nuevas suscripciones por parte de los inversores, los activos de los fondos de *hedge funds* habrían crecido en un 80%, mientras que los activos de los *single hedge funds* habrían crecido más por la vía de la revalorización de sus activos (algo más del 60%) que por nuevas suscripciones.

Gráfico 2 Evolución de los activos gestionados



Fuente: HFR.

Otras fuentes de datos ofrecen informaciones similares acerca del número de fondos, pero elevan la cuantía de activos en gestión:

- Un estudio reciente que contrasta la información de 12 bases de datos de *hedge funds*<sup>14</sup> ha identificado cerca de 8.100 instituciones de gestión alternativa distintas<sup>15</sup> (5.500 *hedge funds* y 2.600 fondos de *hedge funds*) y eleva la cifra de activos en gestión para los *single hedge funds* hasta los 1,5 billones de dólares (la cifra de activos gestionados por los fondos de fondos sería similar a la ya aludida).
- Otro informe interesante elaborado por Correctnet<sup>16</sup> a partir encuestas periódicas a administradores de *hedge funds* también eleva la cifra de activos en gestión de los *hedge funds* hasta los 1,3 billones de dólares y la de los fondos de fondos hasta los 655 millardos de dólares en mayo de 2005 (véase cuadro 7).

12. Esta cifra representa algo más del 8% del PIB de EEUU de 2004.

13. Las estimaciones preliminares de 2005 ofrecidas por *Hennessee Group LLC* indican que los activos gestionados por el sector habrían superado los 1,10 billones de dólares al finalizar dicho periodo.

14. *Strategic Financial Solutions (2004), Database Study*.

15. Se han eliminado los fondos duplicados y los que se pueden calificar de “vehículo intermedio” o de paso hacia otra institución.

16. *Hedge Fund Manager/CorrectNet Fund Administrator Survey, bi-annual survey, may 2005*.

- Las cifras de *Van Hedge Advisors* son las más parecidas a las ofrecidas en el análisis de HFR, pues estiman que el número de *hedge funds* alcanzó los 8.700 en 2004 y que los activos gestionados ascendieron a 950 millardos de dólares. Además, prevén que en 2008 el número de instituciones será cercano a las 11.500 y que los activos gestionados estarán cerca de los 1,7 billones de dólares.

De la distribución regional de los activos en gestión, del domicilio de los fondos y del domicilio de las sociedades gestoras se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- *Localización de los activos gestionados.* EEUU es principal país receptor de las inversiones de estas instituciones (véase gráficos 3) al acaparar el 57% de las mismas, si bien su importancia se ha reducido significativamente en pocos años. Europa fue receptora del 34% de las inversiones de los *hedge funds* en 2004<sup>17</sup>.
- *Domicilio de los fondos.* Aproximadamente la mitad de los *hedge funds* son *off-shore* (están domiciliados en entornos no regulados) y la otra mitad son *on-shore* (entornos regulados). Entre los *hedge funds off-shore* destacan las Islas Caimán, las Islas Vírgenes Británicas y las Bermudas como destinos preferidos para domiciliar el fondo con el 28%, 10% y 8% del total, respectivamente (véase gráficos 3). En el entorno *on-shore* destaca el domicilio en EEUU (35%). En Europa, destaca el número de fondos domiciliados en Irlanda (3%) y Luxemburgo (2%).
- *Domicilio de las sociedades gestoras*<sup>18</sup>. De nuevo destaca EEUU como el domicilio más utilizado por los gestores de estos fondos al concentrar el 60% del total, frente a algo más del 30% que se domicilia en algún país europeo. En la región europea destaca el domicilio de los gestores en el Reino Unido (próximo al 18%), seguido de Francia (4%).

## 2.2 Características de los *hedge funds*

En el cuadro 1 se resumen algunas de las características más importantes de los *hedge funds*:

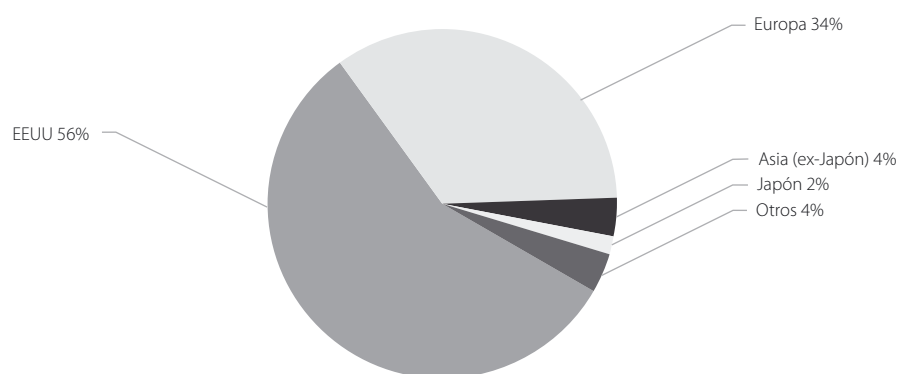
- *Inversiones mínimas.* En general se trata de instituciones que requieren inversiones mínimas elevadas. Según las estimaciones de HFR para el año 2004, más del 35% de los *hedge funds* establecían inversiones mínimas superiores al medio millón de dólares.
- *Edad.* Según las estimaciones de HFR un 30% de los fondos tendría una edad inferior a 2 años y un 25% superior a los 7 años. El 45% restante se encontraría entre los 2 y 7 años de edad, con mayor presencia entre los 3 y 5 años. La media

17. Otras estimaciones (ISFL con datos de *Eurohedge* y *Hennesse Group LLC*) elevan el peso de las inversiones en EEUU hasta el 69% en 2004, si bien coinciden en el descenso del mismo pues en 2002 lo cifran en el 86%. Los porcentajes atribuidos a Europa son: 9% en 2002 y 23% en 2004.

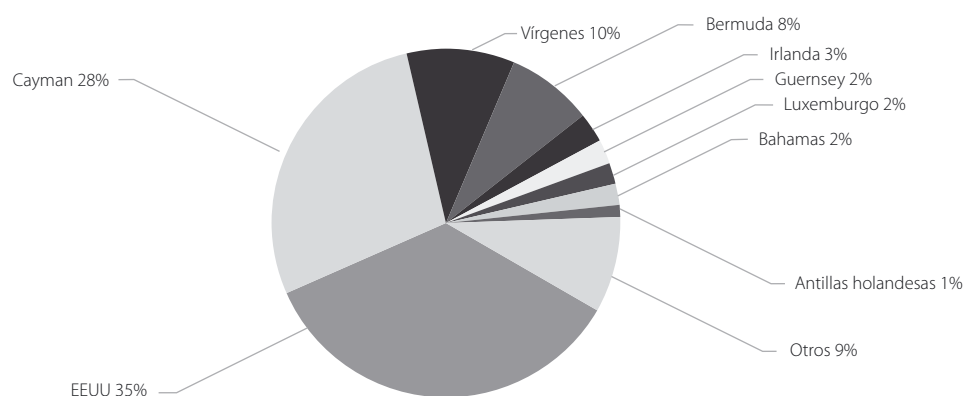
18. Respecto al domicilio de las gestoras de fondos de *hedge funds*, las estimaciones de *Commerzbank* indican que el peso de la región europea podría quedar cerca del 40%. Suiza, Reino Unido y Francia serían los países más importantes.

### Gráfico 3 Distribución geográfica de los hedge funds

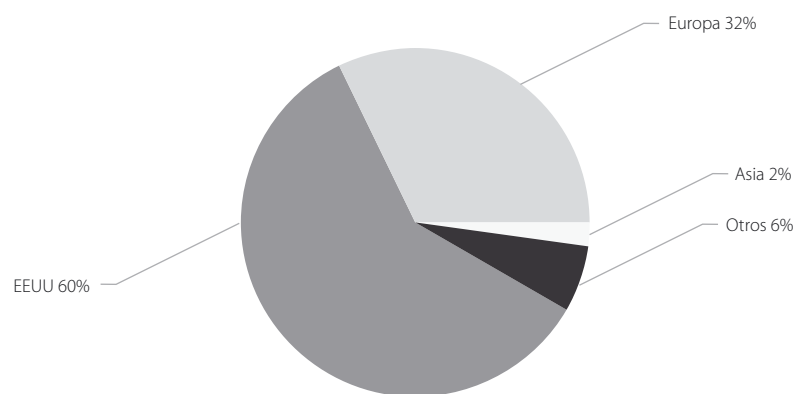
#### Localización de los activos en gestión de los HF



#### Localización del domicilio del fondo



#### Localización del domicilio de la sociedad gestora de los HF



Fuentes: Hedge fund Manager/CorrectNet y HFR.

de edad de los *hedge funds* estimada por Van Hedge Advisors para 2003 está en 6,8 años (mediana: 6,2 años, moda: 8 años).

- *Rotación*. La industria de *hedge funds* se ha caracterizado en los últimos años tanto por el elevado número de entidades de nueva creación como por el número de entidades que han desaparecido. Así, según los datos de HFR, el crecimiento

anual medio de *hedge funds* entre 1999 y 2004 fue del 14,5%, mientras que la proporción media de fondos que finalizaron su operativa en el mismo periodo estuvo en torno al 5% al año, de acuerdo con las estimaciones de Hennesse Group.

- *Tamaño*. HFR estima que un tercio de los fondos tienen un tamaño de entre 25 y 100 millones de dólares. Las estimaciones de *Van Hedge Advisors* establecen la media del tamaño de los fondos en 83 millones de dólares para el año 2003 (mediana: 26,5 millones de dólares, moda: 20 millones).

i. En el cuadro 2 se indican las gestoras de *hedge funds* con mayor volumen de fondos gestionados identificados a finales de 2004 por Institutional Investor. La mayor de ellas a escala mundial es Farallon Capital Mgmt y tendría unos activos gestionados cercanos a los 12,5 millardos de euros (lo que supone alrededor de un 2% de los activos totales gestionados por los *single hedge funds*). Las cinco mayores gestoras de *hedge funds* concentrarían algo más del 9% de los activos totales en gestión.

Cuadro 1 Características de los *hedge funds*. % de *hedge funds* que se encuentra en los intervalos siguientes (2004)

Inversión mínima (miles US\$)	< 10	10 - 50	50 - 100	100 - 250	250 - 500	500 - 1.000	> 1.000
	3,6	7,9	16,3	18,1	18,0	28,6	7,4
Edad (años)	< 1	1 - 2	2 - 3	3 - 5	5 - 7	>7	
	13,8	15,5	15,2	18,3	13,0	24,3	
Tamaño (millones US\$)	< 10	10 - 25	25 - 100	100 - 200	> 200		
	22,3	16,4	31,5	11,5	18,3		

	Semanales	Mensuales	Trimestrales	Anuales	Otros
Suscripciones	4,14	80,13	9,51	0,16	6,05
Reembolsos	3,53	46,17	35,88	5,72	8,69

% de *hedge funds* que respondieron afirmativamente (2003)

Tasa de corte <sup>1</sup>	14
Marca de agua <sup>2</sup>	93
Estados financieros auditados	95
Gestor posee al menos US\$500.000 en el fondo	78
Está diversificado	44
Puede realizar ventas en corto	82
Puede realizar apalancamiento	71
No uso de derivados o únicamente como cobertura	69

1 Conocido como *hurdle rate*. Indica la rentabilidad a partir de la cual el gestor percibirá comisiones.

2 Conocido como *high water mark*. El gestor sólo percibirá comisiones cuando el valor del fondo supere el último mayor valor del fondo. Por lo tanto, si un fondo pierde una parte de su valor, el gestor sólo cobrará comisiones cuando éste recupere su mayor valor anterior.

Fuente: HFR, *Van Hedge Advisors*.

- ii. En el ámbito europeo el mayor gestor de *hedge funds* (GLG Partners) mantendría unos activos en gestión de 11,1 millardos de dólares y ocuparía la cuarta posición en términos mundiales. La industria europea tiene un grado de concentración mayor, pues los cinco mayores gestores europeos de *hedge funds* europeos gestionarían cerca del 18% de los activos totales de la región (el doble que a escala mundial).
- iii. En el caso de los fondos de fondos, la concentración es aun mayor. Las cinco mayores gestoras mantienen cerca del 30% de los activos gestionados por los fondos de *hedge funds*. Otras estimaciones (Mercer Oliver Wyman Analysis) confirman esta tendencia al indicar que la cuota de mercado de los veinte mayores fondos de *hedge funds* es del 80% (en total, se estiman cerca de 1.500 fondos de *hedge funds*).
- *Suscripciones y reembolsos*. En relación a la periodicidad de las suscripciones y reembolsos, cabe señalar que más del 80% de los *hedge funds* establecen suscripciones mensuales, mientras que el régimen de reembolsos es diferente al de las suscripciones debido a la propia esencia de esta industria. Así, el 46% de los fondos permite reembolsos mensuales (según HFR) y el 36% trimestrales (evitando salidas de capital demasiado frecuentes que podrían impedir un desarrollo adecuado de las estrategias de inversión que se persigan). Adicionalmente, es práctica habitual el establecimiento de periodos de tiempo durante el cual el inversor no puede solicitar reembolsos (periodo de cierre o *lock-up*), que puede alcanzar varios años.

Cuadro 2 *Ranking de sociedades gestoras de hedge funds por volumen de activos gestionados (dic.2004)*. Activos gestionados (millones de dólares)

<b>Escala mundial</b>	
Farallon Capital Mgmt	12.500
Bridgewater Associates	11.500
Goldman Sachs Asset Mgmt	11.242
GLG Partners	11.200
Man Investment	11.081
<b>Escala europea</b>	
GLG Partners	11.200
Man Investments	11.081
Vega Asset Management	10.700
Barclays Global Investors	9.545
Brevan Howard Asset Management	7.700
<b>Fondos de fondos</b>	
UBS	38.388
Man Investments	18.586
Union Bancaire Privée	15.876
Permal Asset Mgmt.	15.099
Ivy Asset Mgmt. Corp.	14.130

Fuente: Institutional Investor, Junio 2005.

- Entre algunas de las restantes características de los *hedge funds*, cabe señalar el elevado porcentaje de los mismos (más del 90%) que poseen marca de agua (*high water mark*), es decir, fondos que no proporcionarán comisiones a los gestores hasta que su valor no supere el último mayor valor del fondo y también el elevado porcentaje de fondos en los que el gestor tiene invertido al menos medio millón de dólares (cerca del 80%), lo que proporciona una idea del gran incentivo de los gestores sobre los resultados de la institución.
- *Estrategias*. Los *hedge funds* utilizan una gran variedad de estrategias con el fin de obtener rendimientos con independencia de la evolución de los mercados. Estas estrategias pueden agruparse en tres grandes tipos: i) neutrales al mercado, en las que se minimiza el grado de exposición a los movimientos de mercado, ii) direccionales, tratando de anticipar movimientos del mercado y iii) de eventos, donde se pretende sacar beneficio de situaciones específicas de sucesos societarios. En los cuadros 3 y 4 se describen brevemente las estrategias más comúnmente utilizadas por estas instituciones de acuerdo con la información de HFR y se proporcionan algunas de sus características.

Del desglose por estrategias destaca el predominio de la estrategia “renta variable con cobertura” que concentraba cerca del 30% de los activos gestionados (286 millardos de euros) por los *hedge funds* al finalizar 2004 y el 35% si se atiende al número de fondos. A gran distancia se encuentra el peso de otras estrategias como la de “dirigida por acontecimientos” (13,2% de los activos y 8,4% de los fondos), “arbitraje de valor relativo” (12,5% de los activos y 4% de los fondos) o “macro” (11% de los activos y 4,6% de los fondos). El perfil de estrategias utilizadas por los *hedge funds* ha cambiado significativamente desde principios de los noventa, cuando el peso de los activos englobados en estrategias “macro” superaban el 70% de los activos totales gestionados por el sector. Por el contrario, las estrategias “renta variable con cobertura” apenas superaban el 5% de los activos totales y las de “dirigida por acontecimientos” no alcanzaban el 4%.

- *Rentabilidad y volatilidad*. En términos generales se podría decir que las estrategias más predominantes no fueron las más rentables en 2004 ni tampoco en un periodo de tiempo más largo (desde 2000), salvo la de “dirigida por acontecimientos” (véase cuadro 4). Entre 2000 y 2004, la rentabilidad media de los *hedge funds* fue del 7,1% y la de los fondos de *hedge funds* fue del 5,2%, ambas por encima de la rentabilidad del índice de renta variable S&P 500 (-2,3%), pero inferiores a la del índice de renta fija Lehman Gov/Credit (8,8%). En 2004 se invirtió esta tendencia pues la rentabilidad de los *hedge funds* (8,9%) y fondos de *hedge funds* (6,7%) fue inferior a la de la renta variable (10,9%), pero superior a la renta fija (4,5%). En términos de volatilidad, es destacable el hecho de que la desviación típica de los rendimientos de los *hedge funds* es significativamente inferior a la del índice S&P 500 entre 2000 y 2004, relativamente parecida a la del índice de renta fija de Lehman. Por su parte, la desviación típica del rendimiento de los fondos de *hedge funds* es menor que la del índice de renta variable y la del índice de renta fija en los dos periodos de tiempo analizados.

Por tipo de estrategia, la relación entre estrategia y rentabilidad del fondo depende en función del periodo de tiempo analizado. Por ello, no existen estrategias más o menos rentables que otras. En el periodo 2000-2004, entre las estrategias más rentables<sup>19</sup> destacaron las de “valores en dificultades” (13,5%), “mercados emergentes” (11,1%), “dirigida por acontecimientos” (10,4%) y también varias estrategias de renta fija: “varios” (9,9%) y “garantía hipotecaria” (9,8%). Resalta el hecho de que la desviación típica de los rendimientos de estas estrategias más rentables fue menor que la desviación típica media del conjunto de los *hedge funds* -6,5%- (salvo para la estrategia de “mercados emergentes”). En consecuencia, las ratios de *Sharpe* de estas estrategias (que miden de forma aproximada la obtención de rentabilidad respecto a un *benchmark* por unidad de riesgo) fueron las más elevadas. Existe una estrategia con una ratio de *Sharpe* elevada (“arbitraje de convertibles”), que además de presentar un rendimiento significativo entre 2000 y 2004 (9,5%) destaca por su reducida desviación típica (3,1%).

Entre las estrategias menos rentables entre 2000 y 2004 destacaron la de “renta fija bonos convertibles” (0,4%) y “sector” (3,5%), que también mostraron desviaciones típicas elevadas en dicho periodo. No obstante, en 2004 se atisbó un cambio de tendencia en el rendimiento de estas estrategias que fue acompañado de un descenso de su volatilidad. Así, en 2004, las estrategias menos rentables fueron las de “ventas en corto” (-3,8%) y “arbitraje de convertibles” (1,1%).

Para una visión del rendimiento más de largo plazo de los *hedge funds* se han utilizado los índices de rendimiento CSFB/Tremont<sup>20</sup> que se exponen en los gráficos 4. De ellos se puede concluir que el rendimiento acumulado de los *hedge funds* desde diciembre de 1993 hasta mayo de 2005 ha superado el rendimiento obtenido por el S&P500 y por los índices MSCI de renta variable y renta fija en términos agregados y para una parte significativa de las estrategias analizadas. La volatilidad de sus rendimientos ha sido menor que la de las referencias de renta variables y relativamente parecida a la de las referencias de renta fija.

Las estrategias más rentables en este periodo más largo de tiempo fueron: “macro global”, “valores en dificultades”, “dirigida por acontecimientos” y “largo/corto renta variable”. Según los datos de HFR, dos de ellas (“valores en dificultades” y “dirigida por acontecimientos”) también fueron identificadas como muy rentables entre 2000 y 2004. Entre las estrategias de largo plazo menos rentables destacaron las de “ventas en corto”, “arbitraje de renta fija” y “gestión con futuros” y fueron, en términos generales, las más volátiles.

Finalmente, es preciso comentar que el hecho de que en las bases de datos de *hedge funds* no estén incluidos los fondos que han desaparecido, generalmente como consecuencia de sus malos resultados, es especialmente importante a la hora de valorar todas las estimaciones expuestas sobre el rendimiento de las diferentes estrategias (sesgo de supervivencia). En general, se podría decir que todas

---

19. Rentabilidades anualizadas.

20. La clasificación de estrategias de CSFB/Tremont no es igual a la de HFR si bien se ha intentado establecer algunas correspondencias.



Cuadro 3 Breve descripción de las estrategias más importantes de los *hedge funds*

<b>Convertible Arbitrage</b> (Arbitraje de Convertibles)	Compra de una cartera de valores convertibles, normalmente bonos, y venta en corto del subyacente correspondiente.
<b>Distressed Securities</b> (Valores en Dificultades)	Inversión (y, a veces, venta en corto) de valores de compañías cuyo precio se espera que se vea afectado por una "situación desastrosa" (ej.: reorganizaciones, quiebras...)
<b>Emerging Markets</b> (Mercados Emergentes)	Inversión en valores de compañías o deuda soberana de países emergentes.
<b>Equity Hedge</b> (Renta Variable con Cobertura)	Cartera básica de posiciones largas en valores, cubierta por posiciones cortas en valores o en opciones sobre índices de valores. El uso del apalancamiento es habitual.
<b>Equity Market Neutral</b> (Renta Variable Neutral al Mercado)	Se buscan beneficios derivados de explotar las ineficiencias entre valores relacionados, neutralizando la exposición al riesgo de mercado combinando posiciones cortas y largas.
<b>Equity non-Hedge</b> (Renta Variable sin Cobertura)	Cartera predominantemente de posiciones largas en valores, aunque tienen la capacidad de cubrirse mediante la venta en corto de valores o de opciones sobre índices de valores. Se conocen como " <i>stock-pickers</i> ".
<b>Event-Driven</b> (Dirigida por Acontecimientos)	Se invierte en oportunidades creadas por situaciones significativas (creación de sociedades a partir de una parte de otras sociedades existentes – <i>spin off</i> –, fusiones y adquisiciones, reorganizaciones tras bancarrotas, recompras de acciones...)
<b>Fixed Income: Arbitrage</b> (Renta Fija: Arbitraje)	Estrategia de cobertura neutral al mercado que persigue explotar las ineficiencias de precio detectadas entre valores de renta fija y neutralizar la exposición al riesgo de tipo de interés.
<b>Fixed Income: Convertible-Bonds</b> (Renta Fija: Bonos Convertibles)	Fundamentalmente son inversiones largas en bonos convertibles. Éstos tienen características de renta fija y variable al mismo tiempo.
<b>Fixed Income: Diversified</b> (Renta Fija: Varios)	Pueden realizar una variedad de estrategias de renta fija.
<b>Fixed Income: Alto Rendimiento</b> (Renta Fija: High Yield)	Se invierte en deuda sobre la que las compañías de <i>rating</i> no emiten calificación ( <i>non-investment grade</i> ). El énfasis está en la valoración del riesgo de crédito del emisor de la deuda.
<b>Fixed Income: Mortgage-Backed</b> (Renta Fija: Garantía Hipotecaria)	Se invierte en activos con garantía hipotecaria. Muchos de ellos sólo invierten en bonos AAA.
<b>Macro</b> (Macro)	Se invierte realizando apuestas apalancadas sobre un movimiento de precio anticipado en los mercados de renta variable, tipos de interés, de tipos de cambio y mercancías.
<b>Market Timing</b> (Oportunidad de Mercado)	La distribución de activos se realiza invirtiendo en aquellos en los que se percibe el inicio de una tendencia al alza y desinvirtiendo en los que se percibe el inicio de una tendencia a la baja.
<b>Merger Arbitrage</b> (Arbitraje de Fusiones)	A veces se denomina <i>Risk Arbitrage</i> . Se invierte en situaciones " <i>event-driven</i> " como compra con apalancamiento ( <i>leveraged buy-outs</i> ), fusiones y OPA hostiles.
<b>Regulation D</b> (Regulación D)	Se invierte en los valores de esta normativa norteamericana ( <i>structured discount convertibles</i> ). Estos valores son ofrecidos de forma privada a los gestores por parte de las compañías que necesitan financiación puntual. Los términos son negociados.
<b>Relative Value Arbitrage</b> (Arbitraje de Valor Relativo)	Intenta tomar beneficio de las discrepancias de precio entre instrumentos de renta variable, fija, opciones y futuros. Los gestores utilizan análisis matemático, fundamental o técnico para determinar estas discrepancias.
<b>Sector (Total)</b> (Sectorial)	Las inversiones se concentran en los siguientes sectores: Energía, Finanzas, Sanitario/ Biotecnológico, Inmobiliario, Tecnología y varios.
<b>Short Selling</b> (Ventas en Corto)	Se vende un valor que no está en posesión del vendedor. Intentan tomar ventaja de un anticipado futuro descenso en los precios.
<b>Fondos de Fondos</b>	Invierte en múltiples gestores a través de fondos o de cuentas gestionadas. Se diseña una cartera diversificada de " <i>gestores</i> " con el objetivo de reducir el riesgo asociado a la cartera (respecto al que tiene un <i>manager</i> individual).

Fuente: HFR.

Cuadro 4 Activos, rentabilidad, desviación típica y ratio de Sharpe de los hedge funds: desglose por estrategias.

Estrategia	Desglose HF (% 4T04)		Total Activos		Suscrip. Net.		Rentab. Anualiz. (%)		Dev. Tip. Anual. (%)		Ratio Sharpe	
	Por activos invertidos	Por nº de fondos	2000	2004	2004	2004	2000-04	2004	2000-04	2004	2000-04	2004
Arbitraje de convertibles	4,6	3,4	12,8	44,8	3,3	3,3	9,5	1,1	3,1	2,4	2,1	-0,1
Valores en dificultades	4,8	3,2	7,9	46,3	6,6	6,6	13,5	18,6	5,2	4,2	2,0	3,8
Mercados emergentes	3,3	5,1	14,2	32,0	4,7	4,7	11,1	19,0	11,4	8,1	0,8	2,0
Renta variable con cobertura	29,4	35,4	133,1	286,0	19,1	19,1	6,2	7,4	8,7	5,4	0,4	1,1
Renta variable neutral al mercado	2,2	5,4	16,4	21,1	0,3	0,3	5,7	4,2	3,1	2,2	0,9	1,2
Renta variable sin cobertura	4,5	6,7	65,6	43,4	2,8	2,8	5,5	12,8	15,4	9,2	0,3	1,2
Dirigida por acontecimientos	13,2	8,4	33,5	128,7	10,1	10,1	10,4	14,2	6,3	5	1,2	2,4
Renta fija: arbitraje	2,6	4,2	5,7	25,4	3,3	3,3	6,6	5,5	2,7	1	1,4	4,0
Renta fija: bonos convertibles	0,1	0,2	0,7	0,7	0,0	0,0	0,4	8,6	15,0	5,1	-0,1	1,4
Renta fija: varios	1,9	2,6	5,9	18,5	1,7	1,7	9,9	6,3	4,3	2,2	1,6	2,2
Renta fija: alto rendimiento	0,7	1,3	4,3	6,7	1,4	1,4	7,6	10,1	4,0	2,4	1,2	3,4
Renta fija: garantía hipotecaria	2,6	1,3	4,1	25,6	4,1	4,1	9,8	13,9	4,4	1,4	1,5	8,3
Macro	11,0	4,6	136,9	107,4	5,3	5,3	8,2	4,1	6,1	4,8	0,9	0,6
Oportunidad de mercado	0,4	2,6	2,0	3,6	-0,6	-0,6	6,5	5,3	6,7	5,7	0,6	0,7
Arbitraje de fusiones	1,5	2,6	9,9	14,5	-0,5	-0,5	6,1	4,1	3,2	2,7	1,0	1,0
Regulación D	0,2	0,4	2,2	1,7	0,5	0,5	6,4	6,2	7,5	3,9	0,5	1,2
Arbitraje de valor relativo	12,5	4,0	13,3	121,5	11,3	11,3	8,5	5,3	2,0	1,7	2,8	2,2
Sectorial	4,3	7,8	17,5	42,0	-0,1	-0,1	3,5	11,6	16,0	6,6	0,1	1,5
Ventas en corto	0,3	0,5	0,5	2,3	0,3	0,3	7,4	-3,8	24,6	7,7	0,3	-0,7
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>486,4</b>	<b>972,1</b>	<b>73,6</b>	<b>73,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,9</b>	<b>6,5</b>	<b>4,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>
<b>Pro-memoria:</b>												
Fondos de hedge funds	36,9	22,2	83,5	358,6	33,2	33,2	5,2	6,7	4,4	3,6	0,6	1,4
S&P 500							-2,3	10,9	16,3	7,3	-0,2	1,3
Lehman Gov/Credit							8,8	4,5	5,2	5,1	1,2	0,6

Fuente: HFR.

las estimaciones de rendimientos presentan un cierto sesgo al alza por no incluir las rentabilidades de estos fondos que han desaparecido. Como se comentó con anterioridad, de acuerdo con los datos de *Hennesse Group*, la proporción media de fondos que cerraron entre 1999 y 2004 estuvo en torno al 5% al año.

- *Apalancamiento*<sup>21</sup>. El grado de apalancamiento de los *hedge funds* es uno de los temas que se sigue con más preocupación desde el punto de vista de la estabilidad de los mercados o, si se prefiere del riesgo sistémico, sobre todo desde la quiebra de LTCM en 1998, un *hedge fund* cuyo apalancamiento fue cercano a 28 en algunos momentos. A continuación se citan algunas mediciones recientes del apalancamiento de estas instituciones<sup>22</sup>:

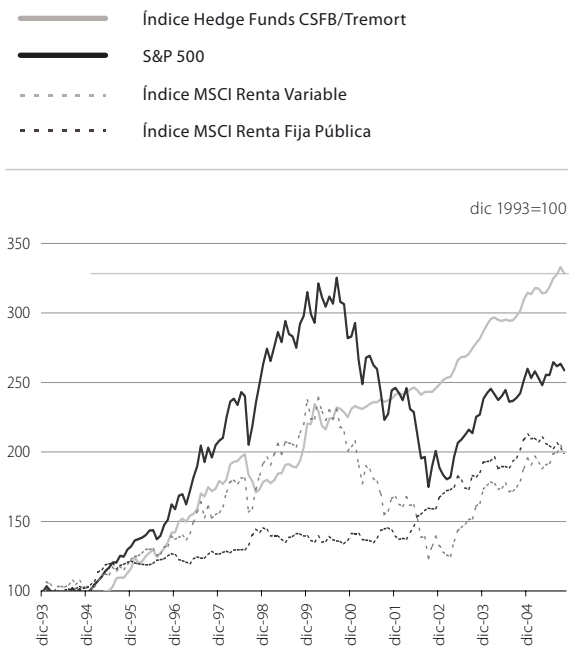
i. Según los datos de *Van Hedge Advisors* (de finales de 2003) se puede deducir que el uso del apalancamiento por estas instituciones no sería tan elevado en la actualidad, pues cerca del 30% de ellas declara no hacer uso del mismo y algo más del 40% dice hacer un uso reducido (menor de 2). Los mayores niveles de apalancamiento se detectan en algunas estrategias de arbitraje y en las neutrales al riesgo, mientras que los niveles más modestos de apalancamiento son mostrados en las estrategias de “valores en dificultades” y “mercados emergentes”<sup>23</sup>.

ii. Las estimaciones de *Hennesse Group* indican que el apalancamiento medio de estos fondos entre 1995 y 2004 ha oscilado entre 1,2 y 1,6 veces sus activos gestionados. El máximo habría tenido lugar en 1999 (1,6) y el mínimo en 2001 (1,17). El 2004 el apalancamiento medio ascendió a 1,2.

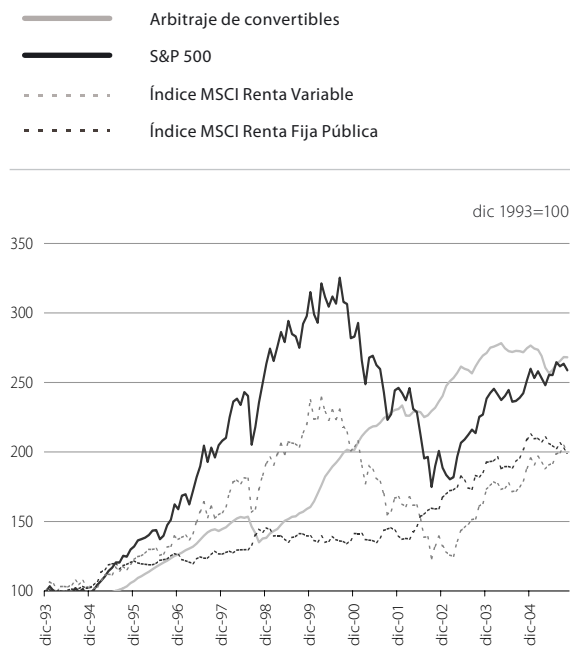
iii. Por su parte, el BIS<sup>24</sup>, en su *Quarterly Review* de marzo de 2005 incluyó un estudio<sup>25</sup> en el que, entre otras cuestiones, se describe la construcción de un indicador del apalancamiento de los *hedge funds* (divididos en estilos) que varía en el tiempo. En el citado estudio se indica que a medida que cambian las condiciones del mercado, cambian asimismo las estrategias que utilizan los *hedge funds*. Además señala que el indicador de apalancamiento construido revela un apalancamiento elevado para estos fondos en los años 1997 y 1998, que sería más reducido en la actualidad.

- 
21. Consiste en lograr una exposición al mercado mayor de la que se deriva de los valores que componen la cartera. Para ello se utilizan derivados financieros y/o ventas en corto. Esta técnica incrementa tanto la rentabilidad como el riesgo de la cartera.
  22. Para un mayor detalle de las estimaciones de apalancamiento de los *hedge funds* por estrategias, véase el apartado 5.3.2 del documento.
  23. De nuevo, la clasificación de estrategias que realiza Van Hedge Advisors no es igual a la de HFR o la de CSFB/Tremont pero se ha intentado establecer ciertas similitudes.
  24. Bank for International Settlements (BIS).
  25. Special feature: “*Time-varying exposures and leverage in hedge funds*” (Estudio especial: “Exposiciones y apalancamiento con variación en el tiempo de los *hedge funds*”). Patrick McGuire, Eli Remolona, Kostas Tsatsaronis.

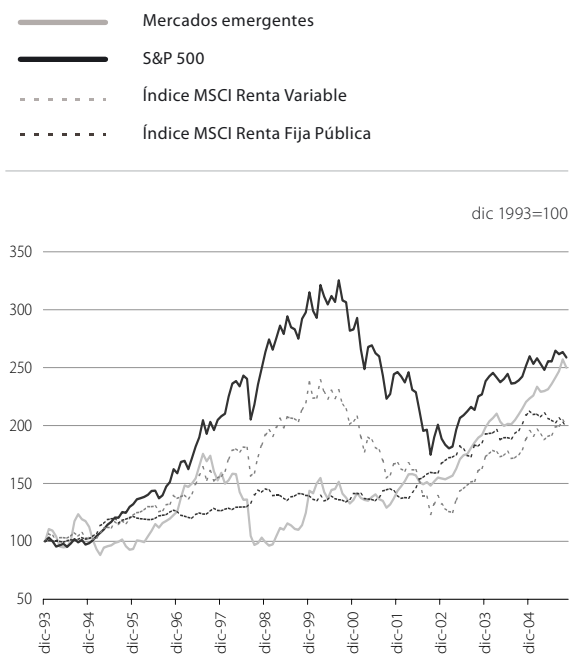
**Gráfico 4 Índices de rendimiento CSFB/Tremont de los hedge funds por estrategias (comparación con otras referencias del mercado: S&P 500 e índices MSCI de renta variable y renta fija)**



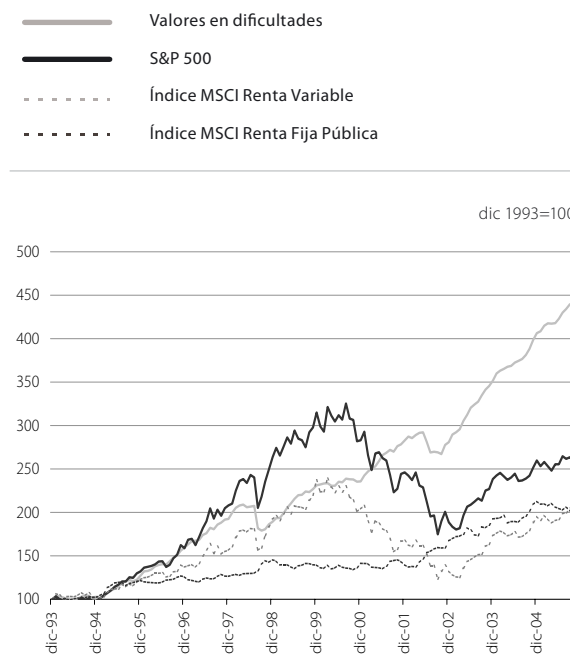
Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.



Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

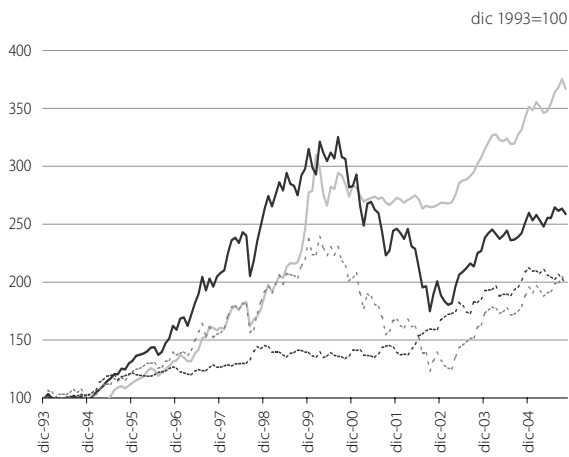


Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.



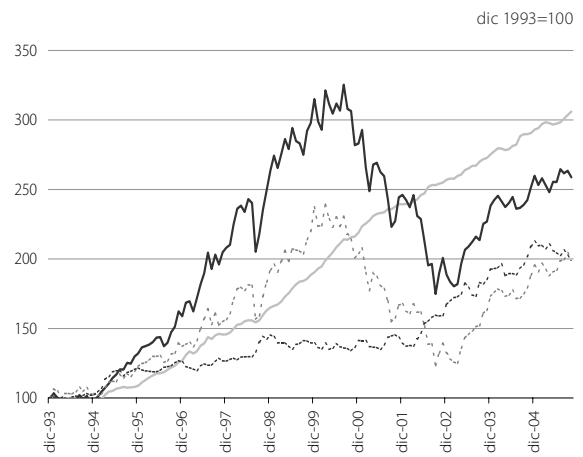
Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

- Largo/Corto Renta Variable
- S&P 500
- - - - - Índice MSCI Renta Variable
- · · · · Índice MSCI Renta Fija Pública



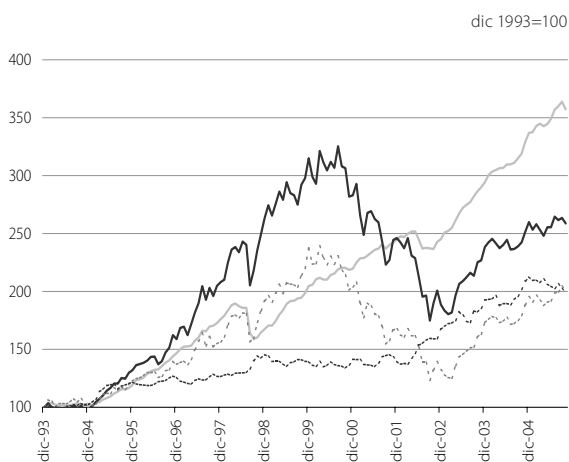
Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

- Neutral al mercado Renta Variable
- S&P 500
- - - - - Índice MSCI Renta Variable
- · · · · Índice MSCI Renta Fija Pública



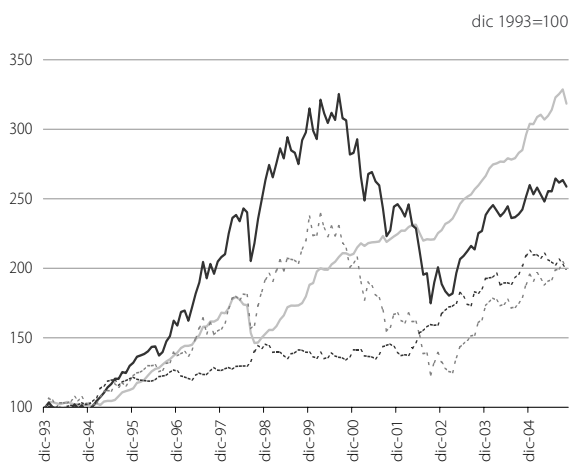
Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

- Dirigida por acontecimientos
- S&P 500
- - - - - Índice MSCI Renta Variable
- · · · · Índice MSCI Renta Fija Pública



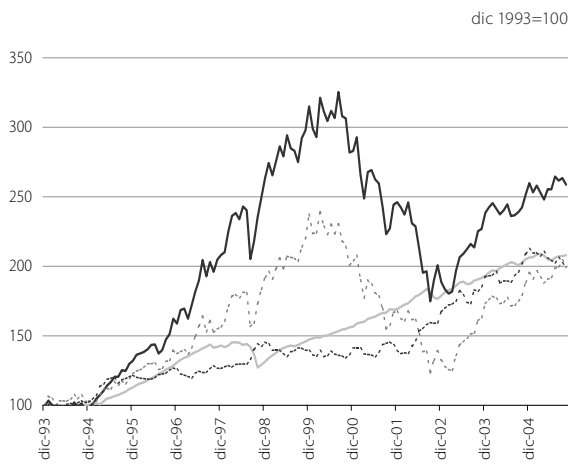
Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

- Dirigida por acontecimientos multiestrategia
- S&P 500
- - - - - Índice MSCI Renta Variable
- · · · · Índice MSCI Renta Fija Pública



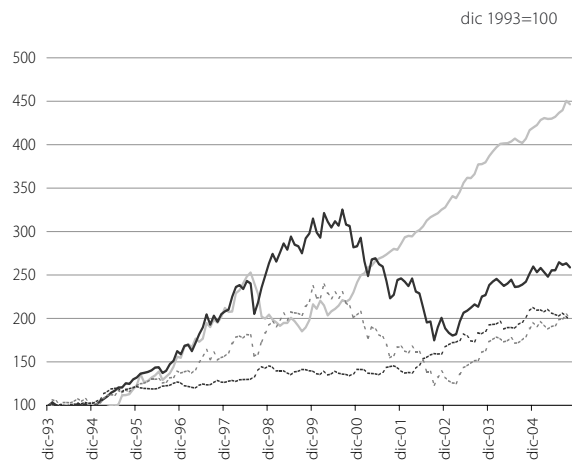
Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

- Arbitraje de Renta Fija
- S&P 500
- - - - - Índice MSCI Renta Variable
- · · · · Índice MSCI Renta Fija Pública



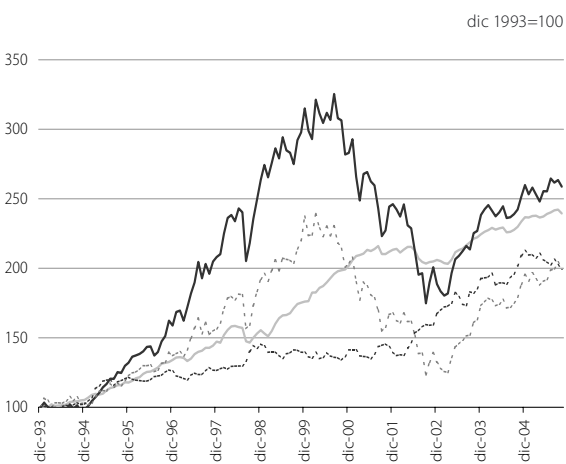
Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

- Macro Globales
- S&P 500
- - - - - Índice MSCI Renta Variable
- · · · · Índice MSCI Renta Fija Pública



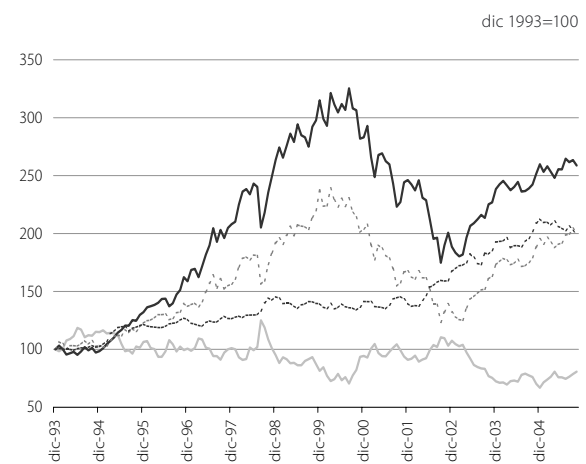
Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

- Arbitraje de fusiones
- S&P 500
- - - - - Índice MSCI Renta Variable
- · · · · Índice MSCI Renta Fija Pública

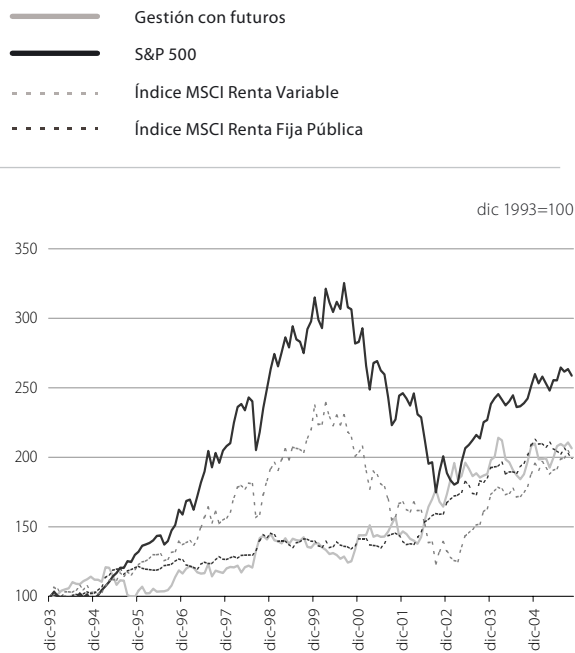


Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

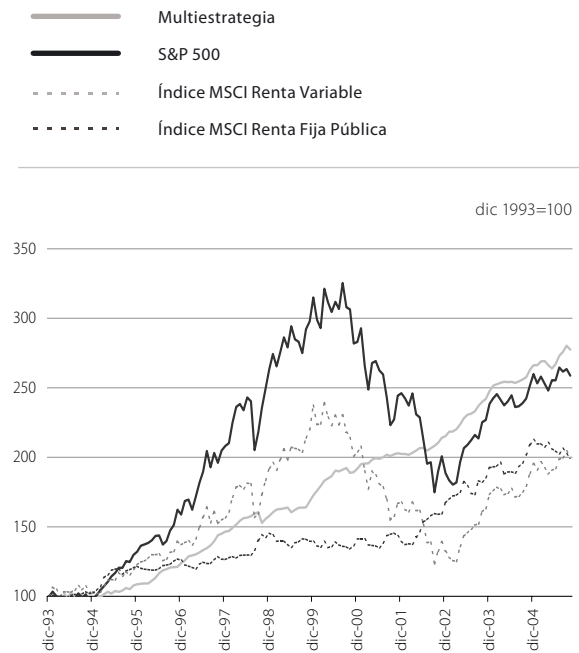
- Ventas en corto
- S&P 500
- - - - - Índice MSCI Renta Variable
- · · · · Índice MSCI Renta Fija Pública



Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.



Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.



Fuente: CSFB Tremont y Bloomberg.

- *Índices de hedge funds.* La construcción de índices de *hedge funds* comenzó a principios de la década de los noventa (y continúa en la actualidad) de forma paralela a la llegada masiva de inversores institucionales a esta industria. Aunque algunas de las estrategias de los *hedge funds* son no-direccionales y, por tanto, no están expuestas al riesgo de mercado, se percibía que estas instituciones afrontaban otros tipos de riesgo (crédito, liquidez, etc...), haciendo que la tasa libre de riesgo no fuera la referencia apropiada para evaluar la actividad de los *hedge funds*. Con el objetivo de que los mencionados inversores institucionales estuvieran más cómodos con sus inversiones en *hedge funds*, comenzaron a proliferar los índices de *hedge funds*, que servían como referencia. Estos índices fueron elaborados inicialmente por empresas especializadas en *hedge funds* (Hennesse, Van Hedge, MAR...) y con posterioridad también por otras entidades financieras importantes (CSFB, S&P, MSCI...). Todas estas entidades compiten fuertemente entre ellas haciendo hincapié en factores como la amplitud o la metodología de los índices que comercializan.

Los índices de *hedge funds* difieren notablemente en cómo seleccionan los *hedge funds* subyacentes del índice, en la metodología de su construcción y en el modo de gestionarlo. Es por ello que índices que teóricamente tratan de cubrir el mismo espacio de *hedge funds* proporcionan en ocasiones resultados significativa-

mente dispares. Existen algunos estudios<sup>26</sup> que han analizado la heterogeneidad de estos índices valorando cuestiones como su transparencia e independencia, la exactitud de sus datos y su puntualidad, su estabilidad, su grado de representatividad y su grado de pureza. Las conclusiones señalan diferencias significativas en representatividad y pureza entre los índices analizados, si bien indican que esto no es necesariamente negativo, sino que depende del objetivo con el que se construya el índice.

Para finalizar, es importante señalar que algunos de estos índices son “invertibles” (*investable indices* en terminología anglosajona), lo que significa que se han construido de manera que se pueden crear productos de inversión basados en los mencionados índices. Algunas instituciones que han creado índices de este tipo son CSFB/Tremont, HFR, MSCI, S&P y Van Hedge. Los índices de *hedge funds* invertibles están atrayendo a un numeroso conjunto de instituciones e inversores que los perciben como una vía para realizar inversiones en *hedge funds* sin realizar el proceso de diligencia debida que exigiría la inversión en *single hedge funds*, a cambio del pago de una comisión al creador del índice. Algunos califican estos índices como fondos de *hedge funds* “encubiertos”, que se caracterizan por tener unas comisiones más reducidas que los fondos de *hedge funds*.

---

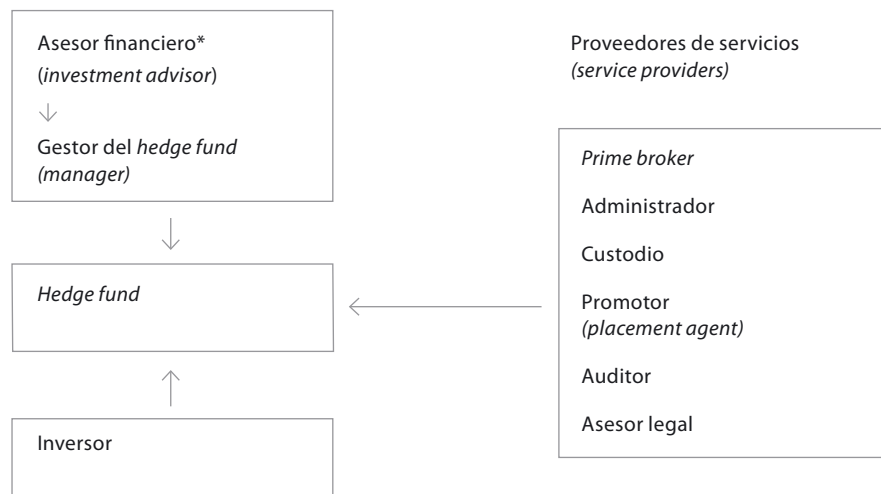
26. Vaissié, Mathieu. 2003. “A detailed analysis of the construction methods and management principles of *hedge funds indices*” (“Un análisis detallado de los métodos de construcción y de los principios de gestión de los índices de *hedge funds*”). *Edhec risk and asset management research centre*.



## 2.3 Estructura de los *hedge funds*

Desde el punto de vista de los agentes que se relacionan con los *hedge funds* destacan, por un lado, los inversores en estas instituciones, cuyo perfil ha variado significativamente a lo largo de los últimos años, por otro, las sociedades gestoras, y finalmente, los proveedores de servicios financieros, entre los que destaca el *prime broker* sobre los demás por la importancia y el volumen de los servicios que prestan a estas instituciones.

Figura 1 Estructura de los *hedge funds*



\* Cuando existe de forma separada, suele tener un papel importante en la organización y decisiones de gestión del fondo. Suelen tener su origen en anteriores gestores de bancos de inversión u otras grandes empresas que se instalan por cuenta propia.

### 2.3.1 Inversores

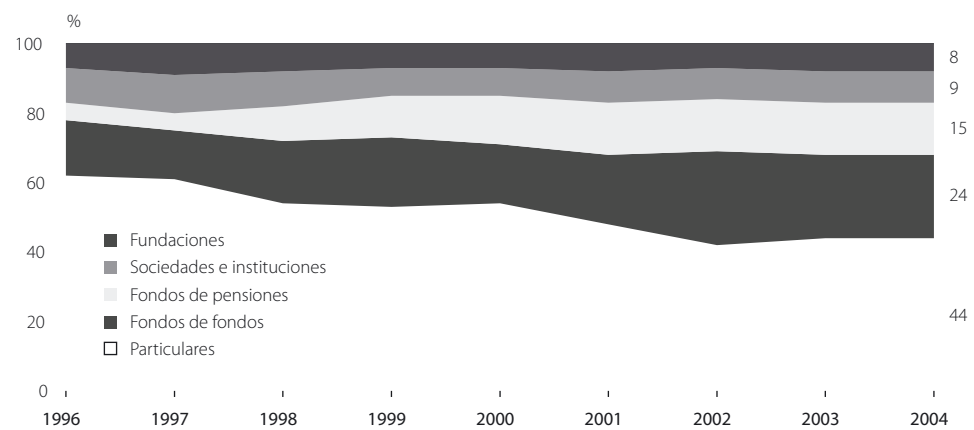
Tradicionalmente los inversores más importantes de los *hedge funds* han sido los denominados “Individuos de Riqueza Neta Elevada (IRNE)” (en terminología anglosajona *High Net Worth Individuals*, HNWI<sup>27</sup>) y las entidades especializadas en gestionar fortunas (conocidas como *family offices*) debido a las propias características de estas instituciones que, en términos generales y como se indicó al comienzo de esta sección, suelen establecer fuertes inversiones mínimas para acceder a ellas (véase cuadro 1). El hecho de que estos fondos hayan vivido prácticamente al margen de la regulación y la supervisión no suponía hasta hace pocos años un “problema” en términos de protección de los inversores pues se presupone que estos individuos de renta elevada tenían un conocimiento suficientemente elevado del tipo de inversión que estaban haciendo y de los riesgos que corrían al invertir parte de sus recursos en *hedge funds*. Las preocupaciones desde el punto de vista de las entidades supervisoras tenían más que ver con la actividad de los *hedge funds* en los mercados financieros y su repercusión en términos de estabilidad financiera (riesgo sistémico).

27. Aquellos con una riqueza neta de al menos un millón de dólares.

Con el paso de los años, si bien la inversión efectuada por estos IRNE ha ido incrementándose en términos absolutos, se ha detectado una fuerte demanda de estos productos por parte de los inversores institucionales que ha incrementado significativamente su importancia relativa como fuente de capital de los *hedge funds*. Según los datos de Hennesse Group, las inversiones de los particulares en *hedge funds*, que alcanzaban más del 60% del total en 1996, fueron en el 44% al finalizar 2004 (véase gráfico 5). Por el contrario, las inversiones efectuadas por el sector institucional creció significativamente en dicho periodo, especialmente en el caso de los fondos de pensiones (del 5% en 1996 al 15% en 2004) y de los fondos de fondos (del 16% al 24%).

El interés de los inversores institucionales sobre estos fondos ha sido contrastado por varios estudios. Uno de ellos realizado por Prospera Research (publicado en el AIMA Journal de diciembre de 2004) sobre grandes instituciones europeas y asesores de inversión, concluyó que el 38% de las instituciones europeas encuestadas realizaba inversiones en *hedge funds* y que dichas inversiones suponían, en media, un 3,6% de su cartera total. Además, el 61% de las mismas señaló su intención de tener inversiones en *hedge funds* en un plazo de dos años. El citado informe también subrayó la existencia de fuertes discrepancias regionales: mientras que en el Reino Unido únicamente el 15% de las instituciones tenían inversiones en *hedge funds* (aunque un 45% planeaba tenerlas en dos años), en Holanda dicho porcentaje estaba en torno al 35%, en Alemania en el 45%, en los países nórdicos en el 55% y en Suiza en torno al 60%<sup>28</sup>. Otro estudio del ámbito europeo, británico concretamente, realizado por JP Morgan Fleming Asset Management, reveló que el 12% de los fondos de pensiones del Reino Unido tenían inversiones en *hedge funds* o en otro tipo de inversiones alternativas, cuyo valor ascendía al 4,8% de su cartera. Además, el 40% de los mismos indicaron que estaban considerando invertir en *hedge funds*.

Gráfico 5 Fuentes de capital de los *hedge funds*



Fuente: Hennesse Group LLC.

28. El informe indica que estos datos regionales se deben tomar con cautela pues están altamente condicionados por el número de instituciones de cada país o región que ha colaborado en la encuesta.

También existen informes referentes al mercado norteamericano que avalan la importancia que está tomando el sector institucional como fuente de capital de los *hedge funds*. Uno de ellos, realizado por The Bank of New York y Casey y publicado en septiembre de 2004, estima que la inversión del sector institucional en *hedge funds* se incrementará desde aproximadamente 60 millardos de dólares en 2003 hasta cerca de 300 millardos de dólares en 2008 y que los flujos de capital de los *hedge funds* originados por los institucionales supondrán más de la mitad del total en 2008 (frente al 32% estimado para 2003 o el 2% estimado para el año 2000).

Junto con el interés creciente de los sectores institucionales en los *hedge funds*, también se ha detectado un mayor interés por parte de los inversores minoristas en estos productos, lo que ha hecho que un gran número de autoridades europeas estén permitiendo el acceso por parte de los inversores minoristas a este tipo de productos a través de la figura de fondo de *hedge funds*. El cambio en el perfil de los inversores en *hedge funds* está siendo uno de los detonantes principales del cambio regulatorio en varias jurisdicciones. Si bien el cliente original de los *hedge funds* (los IRNE) valoraba de forma primordial la habilidad de los gestores para obtener rendimientos, los inversores institucionales y los minoristas otorgan una importancia significativa a la transparencia de estas instituciones y a su liquidez, contribuyendo, por tanto, a que estas materias sean especialmente evaluadas por los organismos supervisores.

### 2.3.2 Sociedades gestoras y gestores

El éxito de un *hedge fund* se asocia habitualmente a la habilidad de su gestor para obtener rentabilidades positivas con independencia del movimiento de los mercados. Los gestores son una pieza clave en la organización del un *hedge fund*. A diferencia de la industria de gestión tradicional, más homogénea e institucional, la industria de *hedge fund* es muy heterogénea y personalista, lo que otorga al gestor un protagonismo esencial. Estos emplean una o varias de las estrategias que se describieron con anterioridad, pueden elegir una zona geográfica concreta para desarrollar dicha estrategia y pueden, evidentemente, gestionar uno o más *hedge funds*.

La industria de *hedge funds* está atrayendo a un número de gestores amplísimo gracias a las elevadas remuneraciones que perciben estos gestores, muy superiores a las de la gestión “sólo largo”<sup>29</sup>. Con carácter general, la propia estructura de los *hedge funds* implica que los gestores mantengan proporciones elevadas de su capital en el fondo con el fin de que el incentivo para lograr buenos resultados sea aún mayor. La remuneración anual que percibe éste en función de los resultados del fondo ronda el 20%, aunque en algunos casos existen ciertas restricciones: (i) tasa de corte *-hurdle rate-* (el gestor sólo cobra cuando la rentabilidad del fondo supera cierto valor), o (ii) marca de agua *-high water mark-* (el gestor sólo cobra cuando el valor del fondo supera el máximo valor anterior).

---

29. Algunas estimaciones (Institutional Investor) indican que la retribución media de los 25 gestores de *hedge funds* mejor pagados en 2004 podría haber superado los 250 millones de dólares, lo que contrasta con los 10 millones de media que se estima para un presidente ejecutivo de las 500 mayores corporaciones norteamericanas.

Gestores que han mostrado su capacidad obteniendo buenos resultados en la industria de gestión tradicional, no tienen por qué poder trasladar su habilidad al mundo de la gestión alternativa. El éxito de los *hedge funds* está condicionado al control de múltiples elementos. Además de la habilidad en la operativa en los mercados financieros, es necesario controlar una múltiple variedad de riesgos (especialmente operativos) a los que se enfrentan los *hedge funds*. Por ello, al comienzo de la actividad de un *hedge fund*, la capacidad del gestor en los mercados no es la única variable clave. La elección de su equipo de trabajo, la disposición de los sistemas informáticos adecuados y la elección apropiada de los proveedores de servicios (*prime brokers*, administradores, abogados, contables, auditores, etc...) es igual (o más) importante que la habilidad de los gestores.

Como se comentó al inicio de esta sección, la localización preferida por los gestores de *hedge funds* sigue siendo EEUU cuyos gestores concentran un 59,5% de los activos gestionados (véase gráficos 3), siendo Nueva York el destino habitual, pues concentra casi el doble de gestores que el siguiente destino en preferencia (Londres). Otros centros importantes dentro de la nación norteamericana son California y Connecticut. Los gestores domiciliados en Europa concentran aproximadamente un tercio de los activos de los *hedge funds*, con Londres a la cabeza, mientras que en la región del Asia-Pacífico, con apenas un 2% del total, destaca Japón como destino preferido. Otros destinos importantes en esta región son Australia, Hong-Kong y Singapur.

En el cuadro 2 de esta sección se detalla el *ranking* de gestoras individuales por volumen de activos gestionados con datos a 2004. Aunque los movimientos de los mercados en los últimos meses pueden haber modificado sustancialmente dicha información, en el mencionado cuadro se puede contrastar la superioridad de las gestoras norteamericanas, pues la mayor gestora europea ocupa únicamente el cuarto lugar en términos mundiales. No obstante, el desarrollo de la industria europea está siendo significativo desde hace pocos años (véase sección 2.4).

### **2.3.3 Proveedores de servicios (*prime broker*, administrador, custodio, auditor)**

Como se comentó al inicio de esta sección, los *hedge funds* necesitan, para realizar su operativa, de los servicios proporcionados por una variedad de instituciones entre las que destacan los *prime broker*, los administradores y los custodios. El crecimiento de la industria de *hedge funds* a lo largo de los últimos años ha elevado significativamente los ingresos que las instituciones financieras obtienen de este tipo de instituciones. Según las estimaciones de Boston Consulting Group, la actividad de los *hedge funds* generó en 2003 unos ingresos cercanos a los 60 millardos de dólares y unos beneficios de 22 millardos de dólares (véase cuadro 5). Por el momento, el mercado norteamericano originaría la mayor parte de ellos, si bien se aprecia un aumento de la actividad en los mercados europeos y asiáticos.

Otras estimaciones (CSFB) indican que la banca de inversión ganó 25 millardos de euros (aproximadamente un 12,5% de sus ingresos totales) gracias a la actividad de los *hedge funds*. De ellos, 19 millardos de dólares provendrían de las comisiones cargadas por la contratación de estas instituciones y el resto (6 millardos de dólares) ten-

Cuadro 5 **Ingresos y beneficios generados por la industria de *hedge funds***  
2003, millardos de dólares

	Producción	Acondicio- namiento	Distribución	Provisión de servicios	Total
<b>Ingresos</b>					
EEUU	25	6	3	8	42
Europa	5	2	1	5	13
Resto mundo	1	1	<1	1	<4
<b>Total</b>	<b>31</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>59</b>
<b>Beneficios</b>					
EEUU	10	2	1	3	16
Europa	2	<1	<1	2	5
Resto mundo	<1	<1	<1	<1	<2
<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>22</b>

Fuente: Estimaciones de BCG (Boston Consulting Group).

dría origen en los servicios de *prime brokerage*. De hecho, la presencia de los *hedge funds* en los mercados financieros mundiales es cada vez más elevada. Algunas estimaciones sugieren que los *hedge funds* acumulan el 5% de los activos mundiales en gestión y que son responsables de entre un tercio y la mitad de la contratación diaria en la NYSE o la LSE y del 70% de la contratación de bonos convertibles. A continuación se realiza una breve descripción de las principales actividades de los proveedores de servicios y se identifican las entidades más importantes a escala global.

### ***Prime broker* o intermediario principal**

La actividad de *prime brokerage* viene siendo realizada por los grandes de inversión (Morgan Stanley, Bear Stearns, Goldman Sachs, etc---) y se configura como una pieza fundamental para la operativa de los *hedge funds*, dado que les proporcionan los siguientes servicios básicos:

- Préstamo de valores: La posibilidad de obtener préstamos de valores es una de las características de los *hedge funds*, clave en estrategias como, por ejemplo, las de arbitraje. La calidad, la profundidad y la cobertura regional del préstamo de valores es, por tanto, un elemento diferenciador entre *prime brokers*.
- Custodia/compensación/liquidación: Estas actividades cobran mayor importancia cuando se utilizan estrategias que requieren inversiones en mercados emergentes.
- Financiación: La obtención de financiación por parte de estas instituciones es esencial para conseguir apalancamiento. Por tanto, la disponibilidad de financiación y su coste también se configuran como elemento clave en la elección de los *prime brokers*.
- Elaboración de informes/Tecnología: Todos los *prime brokers* ofrecen un paquete mínimo de información diaria a los *hedge funds* que incluye elementos como las

posiciones del fondo, la liquidez, el préstamo de valores y las comisiones. Los *prime brokers* se diferencian entre ellos a través de la sofisticación y flexibilidad de estos informes, lo que está relacionado directamente con la provisión que realizan de tecnologías de información a los *hedge funds*.

Los ingresos que perciben los bancos de inversión por servicios de *prime brokerage* provienen principalmente de dos fuentes: préstamo de valores y financiación. Un estudio realizado por Boston Consulting Group indica que los ingresos derivados del *prime brokerage* pueden ascender a 6,7 millardos de dólares en 2005<sup>30</sup> (5,1 en 2003 y 3,8 en 2001). En términos de beneficios, éstos se situarían en 2,3 millardos de dólares (1,8 y 1,3 en 2003 y 2001 respectivamente). El extraordinario crecimiento de la industria de gestión alternativa desde hace algunos años ha propiciado un aumento significativo de la competencia entre las entidades que prestan estos servicios, presionando sobre los márgenes de estas dos fuentes principales de ingresos. Este aumento de competencia ha provocado que junto a estos servicios básicos, los *prime brokers* ofrezcan a los *hedge funds* otros servicios de valor añadido con el fin de captar clientes nuevos y de fidelizar a los antiguos. Entre los servicios de valor añadido más importantes se encuentran los siguientes:

- *Servicios de capital*: La búsqueda de inversores en los primeros años de vida de un *hedge fund* en una cuantía suficiente es una tarea compleja. En ocasiones, los *prime brokers* disponen de contactos amplios con grupos de inversores institucionales, inversores minoristas y fondos de fondos y pueden, por tanto, servir de enlace entre los gestores de los *hedge funds* y los inversores.
- *Consultoría al inicio del negocio*: Además de servir de enlace entre los inversores y los gestores, los *prime brokers* también pueden asesorar sobre otros servicios que va a necesitar el *hedge fund* para iniciar su actividad (proveedores de *software*, búsqueda de oficinas, infraestructura IT, asesores legales, administradores, abogados, auditores, etc...).
- *Gestión del riesgo*: A lo largo de los últimos años, los *prime brokers* han desarrollado sistemas de gestión del riesgo más potentes en relación con la operativa que desarrollan con los *hedge funds*. En muchas ocasiones, estas herramientas pueden ser puestas a disposición de los gestores de *hedge funds*.

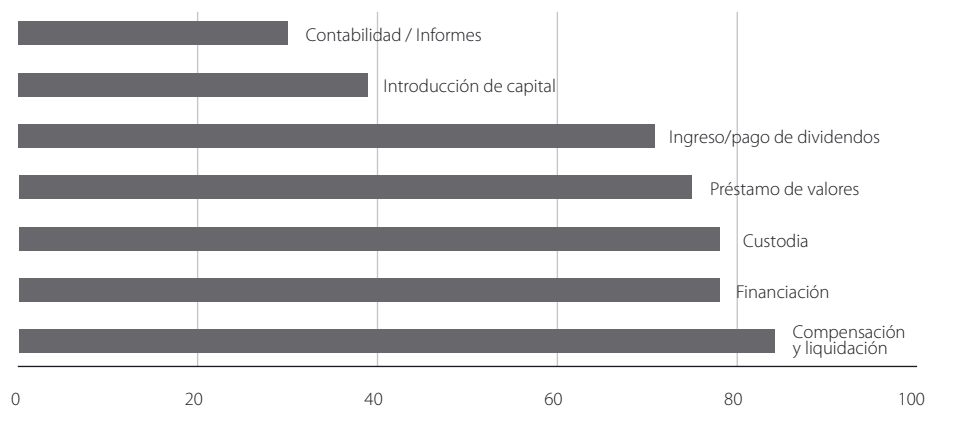
En el gráfico 6 se describe el porcentaje de *hedge funds* que usa cada uno de los servicios proporcionados por los *prime brokers*.

Dentro de las diversas clases de proveedores de servicios, los *prime brokers* son considerados como los más importantes para los *hedge funds*, tanto por el número e importancia de las actividades que tienen encomendadas o son susceptibles de realizar, como por tener enlaces con otros proveedores de servicios (administradores) y

---

30. El 40% tendría origen en préstamo de valores, el 15% financiación, el 35% comisiones, y el 10% tarifas de compensación y servicios de soporte.

Gráfico 6 Servicios de los *prime broker*



Fuente: Eurohedge.

con los propios inversores de los *hedge funds*. Es por ello, que la elección del *prime broker* es una de las primeras decisiones que deben tomar los gestores al constituir un *hedge fund*. Muchos *hedge funds* utilizan los servicios de varios *prime brokers*, pero la mayoría no lo hace. Según el estudio “2004 Prime brokerage Survey” elaborado por Global Custodian, el número medio de *prime brokers* utilizado por *hedge fund* ascendía a 2,7<sup>31</sup>. Desde el sector indican que el factor clave es la estrategia del *hedge fund*. Una vez que los activos del fondo se sitúan entre 200 y 250 millones de dólares y se mantiene una estrategia “largo/corto”, los gestores tienden a utilizar los servicios de varios *prime brokers*.

En el cuadro 6 se muestra un *ranking* de *prime brokers* elaborado por HedgeWorld a partir de las informaciones proporcionadas por los *hedge funds* a la base de datos TASS. De este *ranking* cabe destacar las siguientes características:

- *Concentración*. Se puede decir que el grado de concentración de *prime brokers* en la industria es elevado, pues los 3 mayores (Morgan Stanley, Bear Stearns y Goldman Sachs) representan más del 60% de los activos totales en gestión (los diez primeros representan el 83%).
- *Enfoque regional*. Éste es diferente para las tres mayores entidades, teniendo Bear Stearns una mayor importancia relativa en el mercado de *hedge funds* norteamericano, mientras que Morgan Stanley tiene una importancia significativa en fondos no estadounidenses, especialmente europeos.
- *Otras características*. A partir de otras informaciones disponibles en el *ranking* destaca, por ejemplo, la mayor presencia de Bear Stearns en *hedge funds* de gran tamaño (superior a 500 millones de dólares), o la importancia de este *prime*

31. En 2001, este informe revelaba una media de 2,1 *prime brokers* por *hedge fund* y además ofrecía el desglose por intervalos: para *hedge funds* de activos inferiores a 100 millones de dólares, la media era de 1,26; para aquellos con activos entre 100 y 500 millones de dólares la media ascendía a 1,94 y para aquellos con activos mayores de 500 millones de dólares la media fue de 3,47.

*broker* en determinadas estrategias de *hedge funds* como la de “arbitraje de convertibles” o “dirigida por acontecimientos”. Por el contrario, en las estrategias “largo/corto renta variable” son Morgan Stanley y Goldman Sachs los que presentan mayores volúmenes. En lo que se refiere a número de *hedge funds*, el grado de concentración de *prime brokers* es menor: los tres mayores concentran aproximadamente el 50% de los *hedge funds* (con las diez primeras este porcentaje asciende al 78%).

Cuadro 6 **Ranking de *prime brokers*, según el volumen de activos de los *hedge funds***  
millones de dólares, 4T03

	Fondos de EEUU	Resto de fondos	Total	% del total*
Morgan Stanley	10.915	59.003	69.918	23,1
Bear Stearns	22.468	40.993	63.462	20,9
Goldman Sachs	15.586	34.444	50.030	16,5
UBS	6.572	11.196	17.768	5,9
Merril Lynch	5.915	7.928	13.842	4,6
Citigroup	1.407	6.676	8.083	2,7
Lehman Brothers	708	7.267	7.974	2,6
Deutsche Bank	552	6.879	7.431	2,5
Credit Suisse First Boston	1.168	5.427	6.595	2,2
Bank of America	3.265	2.888	6.153	2,0

(\*) La encuesta comprende un total de 2.034 gestores de *hedge funds* y CTA<sup>32</sup>, cuyos activos totales ascendían a 303 millones de dólares y que declararon tener una relación única con *prime brokers* a la base de datos TASS.

Fuente: 2004 *HedgeWorld Service Provider Directory and Guide*. La guía 2005/2006 aparecerá previsiblemente en el invierno de 2005.

## Administradores

Los administradores son entidades que, al igual que los *prime brokers*, prestan un conjunto de servicios amplio a los *hedge funds*, configurándose como una pieza clave en la operativa diaria de los *hedge funds*. De hecho, en ocasiones el cierre de los *hedge funds* está más asociado a una mala operativa diaria (por ejemplo, en las relaciones con los clientes del *hedge fund*) que a una elección errónea de estrategia de inversión y, por tanto, unos resultados negativos. La actividad de los administradores reporta márgenes reducidos<sup>33</sup>, por lo que a veces sólo les resulta rentable operar con grandes *hedge funds*, con la consiguiente desventaja para los fondos de menor tamaño, que no tienen posibilidad de acceso a los servicios de determinados administradores. Es frecuente encontrar bancos de inversión que han comprado administradores y ofrecen un paquete de servi-

32. Se trata de individuos o entidades que asesoran a terceros sobre la compra y venta de futuros y/o opciones sobre futuros.

33. Según una encuesta semestral de cobertura mundial sobre administradores realizada por *Hedge Fund Manager/CorrectNet*, los *hedge funds* suelen pagar 10 p.b. sobre los activos bajo administración por los servicios básicos de los administradores. Dado que los últimos datos de esta encuesta (mayo de 2005) cifran los activos totales bajo administración en casi 2 billones de dólares (véase cuadro 7), la industria de *hedge funds* de forma global estaría generando cerca de 2 millones de dólares de ingresos para los administradores por sus servicios básicos.



cios cada vez más amplio a los *hedge funds* (se ofrece el servicio de administración a un precio reducido o gratis en algunos casos). También ocurre en ocasiones que algunas de las funciones de los administradores son realizadas por la propia gestora de *hedge funds* y sólo se contrata a profesionales la parte no realizada internamente. Los servicios más importantes que prestan (o pueden prestar) los administradores son los siguientes:

- *Comunicación con los inversores.* El administrador se encarga de atender las peticiones de los clientes y de enviarles las informaciones que resulten procedentes, de mantener el registro de inversores, de realizar los procedimientos de identificación de clientes, de procesar todas las transacciones del fondo (suscripciones y reembolsos), y de calcular y aplicar las comisiones por resultados.
- *Cálculo del Valor Actual Neto.* El administrador es responsable del cálculo del valor actual neto del fondo (VAN). Para ello, recopila y contrasta la información sobre las posiciones en *cash* y en valores procedentes del custodio y de los gestores, prepara valoraciones de la cartera, calcula y desembolsa los pagos en nombre del fondo y distribuye el VAN por acción a las partes interesadas.
- *Estados financieros.* Además de los anteriores servicios básicos que realizan los administradores, pueden preparar los estados financieros del fondo de acuerdo con los requisitos contables y regulatorios de la jurisdicción de que se trate. El administrador mantiene lazos con los auditores del fondo para asegurar la finalización y distribución a tiempo de los estados financieros del fondo a los accionistas.
- *Tecnología.* Se trata de otro de los servicios de alto valor añadido que los administradores ofrecen cada vez con más asiduidad. En ocasiones se ofrece un *software* que le permita al gestor realizar un seguimiento detallado de las posiciones del fondo y realizar en tiempo real análisis beneficios/pérdidas. Mediante el uso de una misma base de datos, la misma información está disponible para todos los componentes de la organización (*front, middle y back office*). Éste ha sido, por ejemplo, el caso de *Citico*, que otros administradores están siguiendo.
- *Asuntos corporativos.* El administrador se ocupa de que el fondo cumpla con las exigencias regulatorias locales (regulación aplicable al fondo con carácter general y regulación corporativa en particular). En el caso de fondos *off-shore*, es frecuente que los gestores elijan administradores *off-shore* para cubrir varios tipos de servicios y de soporte operativo. En estos casos, los administradores son especialmente útiles en el asesoramiento de la legislación aplicable al fondo.

En el cuadro 7 se exponen algunas de las informaciones procedentes del último número de la encuesta semestral realizada por *Hedge Fund Manager/CorrectNet* (mayo de 2005) a las entidades que prestan servicios de administración. De ella, se pueden resaltar las siguientes características:

- *Concentración.* La concentración en términos de activos bajo administración es menor que la detectada en el caso de los *prime brokers*. Así, los tres mayores administradores agregan cerca de un tercio de los activos totales gestionados (frente al 60% en el caso de los *prime brokers*), mientras que con los diez primeros obtenemos algo más del 70%.

**Cuadro 7 Administradores de *hedge funds* y fondos de *hedge funds*: activos en gestión**  
millardos de dólares, may-05

	<i>hedge funds</i>	Fondos de <i>hedge funds</i>	Total
Citco Fund Services	175,0	75,0	250,0
Fortis Prime Fund Solutions	72,0	108,0	180,0
BISYS Alternative Investment Svcs	130,1	35,3	165,4
HSBC'S Alternative Fund Services	101,0	64,0	165,0
IFS	100,0	50,0	150,0
Investors Bank and Trust	130,4	9,4	139,8
UBS Hedge Fund Services	37,0	49,0	86,0
Globe OP	65,8	16,5	82,3
Goldman Sachs	78,0	0,0	78,0
SEI Investments	29,8	32,7	62,5
BoNY	48,3	7,3	55,6
Olympia Capital	28,6	23,4	52,0
SS&C Fund Services	40,0	10,0	50,0
PFPC	25,4	19,6	45,0
Butterfield Fund Services	26,3	17,5	43,8
Crédit Agricole	4,8	29,9	34,7
Euro-VL / SG GSSI	10,1	20,0	30,1
DAIWA	19,4	6,1	25,5
Dundee Leeds Management Services	16,0	2,0	18,0
BNP Paribas Securities Services	2,5	14,6	17,1
RBC	1,8	12,9	14,6
Admiral Administration Ltd	13,0	1,5	14,5
Dexia Fund Services	4,6	8,8	13,4
Trident Trust	9,1	3,9	13,0
Custom House Group	10,6	2,4	13,0
Citigroup Global Transaction Services	9,2	3,4	12,7
US Bancorp Fund Services	10,5	0,4	10,9
CIBC	2,1	8,4	10,5
European Fund Administration	3,9	6,5	10,4
Northern Trust	6,2	4,0	10,3
Spectrum Global Fund Administrator	6,4	3,6	10,0
JPMorgan Tranaut Fund Administration	7,2	0,3	7,5
Caledonian	4,8	1,9	6,8
BOISS	3,8	1,0	4,9
ATC Fund Services	1,1	2,6	3,6
Columbus Avenue Consulting	3,6	0,0	3,6
Apex Fund Services	0,3	0,2	0,5
AIB Fund Administrators	0,2	0,0	0,2
<b>TOTAL*</b>	<b>1265,9</b>	<b>655,1</b>	<b>1921,0</b>

\* Incluye estimaciones para administradores que en la muestra anterior estaban presentes.

Fuente: *Hedge Fund Manager/CorrectNet*.

- *Otras características.* Los administradores muestran asimismo diferencias en la proporción de *hedge funds* y fondos de *hedge funds*, en el tamaño de los fondos que administran, y también en su cobertura regional. Entre los mayores administradores, se puede observar que *Citco* y *Bisys* mantienen una mayor proporción de *single hedge funds*, mientras que *Fortis* administra más activos ligados a fondos de fondos. Por otra parte, *Citco* destaca por su mayor presencia en el mercado norteamericano, mientras que *Fortis* lo hace en el europeo. En relación al tamaño medio de los *hedge funds* administrados destaca Investor Bank and Trust (sexto lugar del *ranking*) cuyos fondos administrados poseen un tamaño medio de 480 millones de dólares (126 millones de media para el conjunto de administradores), que podría estar asociado a las barreras de entrada impuestas por el propio administrador. Para los tres mayores administradores, esta cifra oscila entre 106 y 125 millones de dólares.
- *Volumen de la industria y tendencias.* Se observa que los activos en gestión de la industria de *hedge funds* estimados por esta fuente, cercanos a los 2 billones de dólares en mayo de 2005, son significativamente superiores a los estimados por otras fuentes de información. En relación a las tendencias de la industria, declaradas por los propios administradores, cabe señalar que a lo largo de los últimos meses se ha producido un fuerte crecimiento de los fondos de *hedge funds*, de los fondos multiestrategia, y de los *hedge funds* que invierten en Asia. Además, de la encuesta sobre los administradores se concluye que el fuerte crecimiento de la industria de gestión alternativa está presionando sus márgenes, provocando un cierto cambio de estrategia en el sector, dándole una mayor importancia a la oferta tecnológica realizada. También indican el aumento de la importancia de los administradores en su tarea de recopiladores de información y de valoración las carteras de los *hedge funds*, especialmente dada la creciente complejidad de sus inversiones.

### Otras instituciones

*Custodio.* Los activos de los *hedge funds* (valores o efectivo) se mantienen en entidades denominadas custodios. En la industria de gestión tradicional, los custodios suelen ser bancos. Sin embargo, en el caso de los *hedge funds*, el hecho de que puedan realizar ventas en corto y alcanzar ciertos niveles de apalancamiento, implica que los propios *prime brokers* acaban realizando las funciones del custodio pues las operaciones anteriores requieren el uso de los activos del fondo a modo de colateral.

*Auditor.* La mayoría de los *hedge funds* no poseen como requisito el tener sus estados financieros auditados. Sin embargo, la tendencia general en la industria avanza en la línea de que tanto los *hedge funds* como las sociedades gestoras tengan sus estados financieros auditados, bien por exigencias de la normativa<sup>34</sup> o bien por un interés estratégico. En ocasiones, se incluye este elemento en los contratos que los gestores ofrecen a los inversores potenciales del fondo con el fin de incrementar su seguridad y, por tanto, su interés en el producto (este argumento sirve tanto para la venta de

34. En localizaciones *off-shore* como Bahamas o Islas Caimán, se requiere a los *hedge funds* tener sus cuentas auditadas.

*hedge funds* particulares como a otras instituciones, entre las que de forma creciente se encuentran los fondos de *hedge funds*, que siguen un proceso complejo en la elección de *hedge funds* para su cartera<sup>35</sup>).

Según el HedgeWorld Service Provider Directory and Guide (2004), las entidades más importantes eran, al finalizar el cuarto trimestre de 2003, Ernst & Young, LLP, PriceWaterhouse Coopers y KPMG con el 35,1%, 25,9% y el 11,4% de los activos gestionados respectivamente<sup>36</sup>.

## 2.4 Algunas cifras de países europeos

### 2.4.1 Agregado

La expansión de la industria europea de gestión alternativa también ha sido confirmada por algunas bases de datos especializadas. Según *Eurohedge*, al finalizar 2004 existían 905 *hedge funds* europeos y los activos en gestión alcanzaban los 256 mil millones de US\$ (véase cuadro 8). El crecimiento medio anual del número de *hedge funds* europeos entre el año 2000 y el año 2004 fue del 30% (18% para el total de la industria) y el de los activos gestionados fue del 56% (19% para el total de la industria). A comienzos de 2005, el número de *hedge funds* europeos con activos superiores a un millardo de dólares era mayor de 50, lo que supone un crecimiento del 20% respecto a las cifras de 2004.

Cuadro 8 La industria europea de *hedge funds*

	Número de instituciones			Activos (millardos de US\$)	
	Total	Altas	Bajas	Suscripciones netas	Activos totales
2000	321	104	16	7,3	46
2001	448	149	22	6,6	64
2002	583	181	46	8,8	84
2003	733	228	78	20,5	168
2004	905	253	81	20,8	256

\* *Eurohedge* considera "industria europea" tanto a los fondos de las sociedades gestoras domiciliadas en Europa como a los fondos que invierten predominantemente en Europa.

Fuente: *Eurohedge* y elaboración propia.

El Reino Unido mantiene el liderazgo de la industria de *hedge funds* europea al concentrar el 74% de los activos europeos gestionados en 2004 (gráfico 7) y el 63% de los fondos según esta misma fuente. Londres es un centro importante para los proveedores de servicios de los *hedge funds*, en particular para los *prime brokers*. Esta actividad (con fuertes barreras financieras de entrada) suele ser realizada por grandes bancos de inversión y Londres, que concentra la mitad de la actividad de banca de inversión, se ha convertido en una localización natural para el *prime brokerage*.

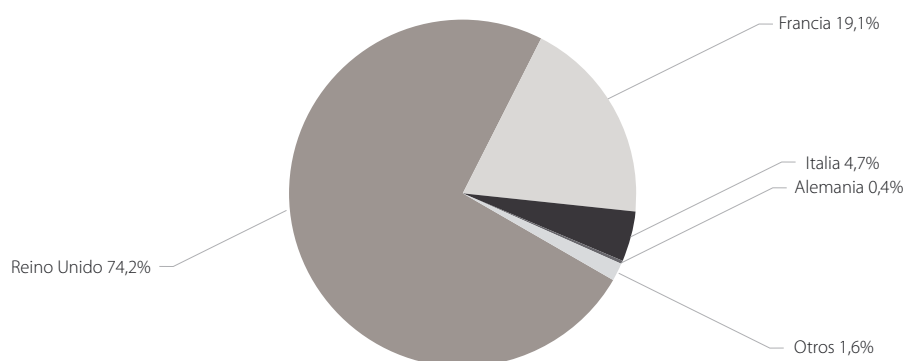
35. Este proceso se conoce como diligencia debida (o *due diligence* en terminología anglosajona).

36. *Ranking* basado en una muestra de 2.722 *hedge funds*, con 470 mil millones de US\$ en gestión, pertenecientes a la base de datos TASS.

Junto con el extraordinario crecimiento del número de *hedge funds* europeos a lo largo de los últimos años, es preciso comentar también el elevado número de fondos que han tenido que finalizar su operativa. Eurohedge estima en más de 200 el número total de fondos europeos fallidos, con una tasa de cierre que oscila entre el 7% y el 13%<sup>37</sup> cada año.

Los tres gráficos siguientes muestran otras características de la industria europea de *hedge funds*:

Gráfico 7 **Distribución geográfica de los *hedge funds* europeos según la localización de la sociedad gestora, 2004 (%)**

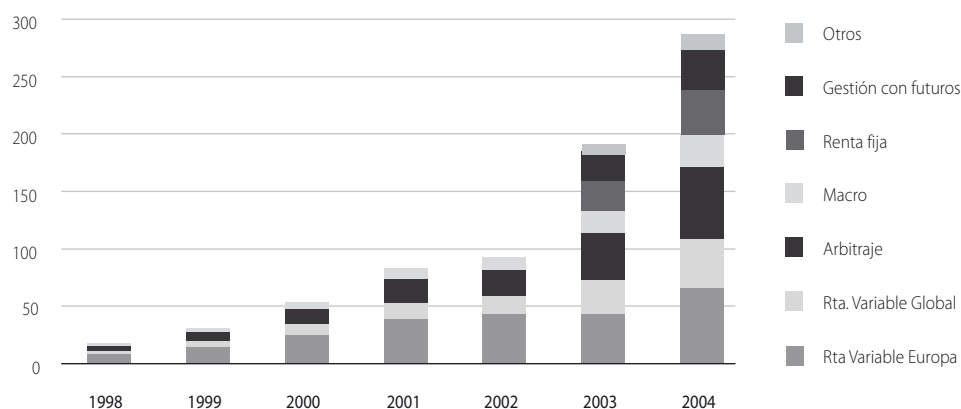


Fuente: Eurohedge y elaboración propia.

- En el gráfico 8 se detalla la descomposición de los activos de los *hedge funds* europeos desde 1998. Se observa que el crecimiento significativo de los activos de estas instituciones, especialmente en los dos últimos años, se ha traducido en un aumento de la posición de estos fondos en prácticamente todas las categorías de instrumentos financieros/estrategias (renta variable europea y no europea, renta fija, futuros, etc...). Por su volumen, destacan los activos invertidos en renta variable europea y en estrategias de arbitraje, seguidos por los de renta variable mundial, renta fija y gestión con futuros (ésta última modalidad apenas existente hace dos años).
- En el gráfico 9 se muestran las principales entidades europeas que proporcionan servicios de *prime brokerage* (en total se contabilizan más de veinte). Por volumen de activos, destacan Morgan Stanley (26,1%) y Goldman Sachs (15,6%), que se sitúan a gran distancia de las demás entidades. Como se comentó al inicio de esta sección, Londres se mantiene como la localización preferida por estas entidades.

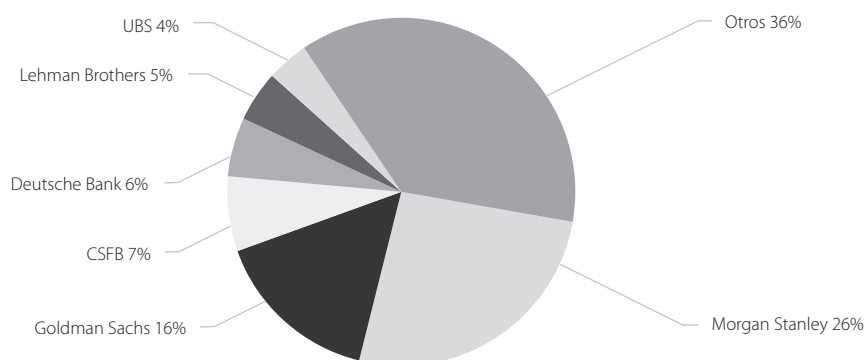
37. Porcentaje de fondos vivos en la base de datos en enero que no finalizaron el mismo.

**Gráfico 8 Activos de los *hedge funds* europeos por tipo de estrategia, 1998-2004, millardos de dólares**



Fuente: *Eurohedge*.

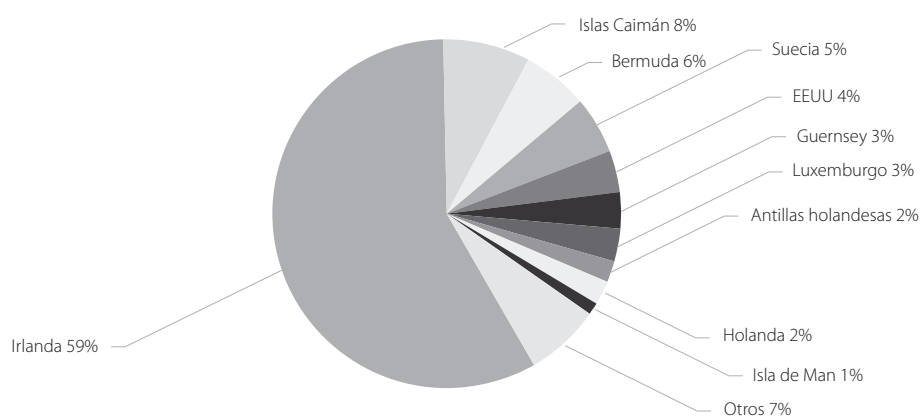
**Gráfico 9 Principales *prime brokers* europeos (% de los activos de los *hedge funds*, ene-05: 255,8 millardos de dólares)**



Fuente: *Eurohedge*.

- Finalmente, en el ámbito de la administración (gráfico 10), destaca el hecho de que cerca del 60% de los *hedge funds* europeos sean administrados por entidades radicadas en Irlanda. Irlanda se ha convertido en la jurisdicción europea preferida para domiciliar los *hedge funds* europeos regulados y en una de las más importantes en la provisión de servicios a la industria de gestión alternativa a escala mundial. Se estima que el volumen de activos de *hedge funds* no domiciliados en Irlanda y administrados en esta jurisdicción europea es de aproximadamente 250 millardos de dólares (cerca de un 25% de los activos estimados para el total de la industria).

Gráfico 10 Centro de administración de los *hedge funds* europeos  
(% de los activos de los *hedge funds*, 2003)



Fuente: Eurohedge.

### 2.4.2 Desglose por países

A continuación se detallan algunas características relevantes de la industria de *hedge funds* de varios países europeos:

#### Reino Unido

Como se mencionó al inicio de esta sección, el mercado británico es el más desarrollado en el ámbito europeo de los *hedge funds*, a pesar de que la domiciliación de estos productos en esta jurisdicción es prácticamente inexistente, desincentivada por motivos fiscales. Londres destaca por ser la segunda localización mundial preferida de los gestores de *hedge funds*<sup>38</sup> (detrás de Nueva York) y una de las más importantes para algunos proveedores de servicios de los *hedge funds*, especialmente para los *prime brokers*.

Las estimaciones de Eurohedge indican que los activos gestionados por las sociedades gestoras radicadas en el Reino Unido se han multiplicado por tres desde el año 2002 al pasar de los 61 millardos de euros en dicho ejercicio (71% de los activos totales europeos estimados -véase cuadro 8-) a los 190 millardos de euros en 2004 (74% de los activos totales europeos estimados). El número de *hedge funds* gestionado por estas entidades también ha experimentado un aumento significativo al pasar de casi 400 en 2002 (68% del total europeo) a cerca de 570 en 2004 (63% del total europeo). Estos datos estimados no incluyen a los fondos de fondos y a los *hedge funds* radicados en EEUU que tienen sus mesas de negociación en Londres y que invierten

38. No existe una autorización específica para gestores de *hedge funds*, sino que el procedimiento de autorización es común para todas las sociedades gestoras. La FSA en su Discussion Paper 05/4 (*Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement – "Hedge funds: Una discusión sobre los riesgos y los requisitos regulatorios"*) revela que sus estimaciones apuntan a la existencia de unos 200 gestores dedicados exclusivamente a los *hedge funds* y de otros 100 que se dedican a la gestión tradicional, pero que poseen ciertos mandatos en el ámbito de la gestión alternativa.

principalmente fuera de Europa<sup>39</sup>. Si se tuvieran en cuenta, Londres probablemente concentraría más del 90% de los activos totales de los *hedge funds* europeos.

Desde el punto de vista de la demanda de *hedge funds* en el Reino Unido, existen estimaciones (Mercer Oliver Wyman) que sitúan esta demanda en las cercanías de los 50 millardos de euros en 2004<sup>40</sup>, frente a los 11 millardos de euros del año 2000, y que apuntan a un fuerte crecimiento de la misma en los próximos años (podría superar los 83 millardos de euros en 2007). Respecto a la composición de los inversores, en la actualidad los IRNE serían los más importantes al concentrar en torno al 70% de la demanda total, si bien se prevé un fuerte crecimiento en las inversiones del sector institucional, especialmente por parte de los fondos de pensiones, cuya demanda podría alcanzar los 37 millardos de euros en 2007 (frente a los 13 millardos de 2004). La importancia del inversor minorista seguirá siendo muy reducida (permanecerá en torno al 2% de la demanda total).

### Francia

Francia es la segunda jurisdicción europea de referencia para los gestores de *hedge funds* y de fondos de *hedge funds*<sup>41</sup>. El volumen de activos gestionado por gestores radicados en Francia era cercano a los 49 millardos de euros a mediados de 2004<sup>42</sup> (alrededor del 20% de los activos totales europeos), lo que representa un crecimiento acumulado en dos años superior al 60%. Más del 64% del volumen de activos gestionados (31 millardos de euros) correspondía a *hedge funds* domiciliados en Francia<sup>43</sup>, el 12% a productos domiciliados en Irlanda (6 millardos de euros), casi el 10% en Luxemburgo (4,8 millardos de euros) y el resto estaba domiciliado en diversas jurisdicciones *off-shore* (Caimán, Islas Vírgenes, Bermuda y Guernsey). Cabe señalar la importancia de los activos enmarcados en estrategias de arbitraje de renta fija, de arbitraje de convertibles y de gestión con futuros, que de forma conjunta representaban más del 80% de los activos totales en gestión. La entidad Lyxor AM, subsidiaria de Société Générale, est  especializada en "cuentas gestionadas" y se mantiene como el líder del mercado francés con unos activos en gestión superiores a los 20 millardos de euros<sup>44</sup>.

---

39. Ver definición de "industria europea de *hedge funds*" proporcionada por *Eurohedge* y expuesta en el cuadro 8.

40. Conviene recordar que el registro de *hedge funds* en el Reino Unido es prácticamente inexistente por motivos fiscales. Esto implica que prácticamente toda la demanda británica de *hedge funds* es cubierta por productos *off-shore*.

41. En la presentación de la AMF (supervisor francés) a finales de 2004 de los nuevos vehículos de inversión alternativa (OPCVM ARIA EL y fondos contractuales), se indicaba que existían más de 30 sociedades gestoras realizando actividades de gestión alternativa.

42. France Hedge fund Outlook 2004. Asterias.

43. Est  prohibida la distribución de productos *off-shore*.

44. Además, mantiene otros 20 millardos de euros en productos estructurados y 8,6 en productos referenciados a índices (o *index tracking*). Estos últimos se configuran como una fórmula pasiva muy popular de gestión de fondos. Con ella se trata de reproducir el rendimiento de un índice de renta variable, sin tener que comprar necesariamente todos los valores que componen el  ndice.



Por su parte, el número de instituciones gestionadas por sociedades gestoras francesas era de 316 (algo más del 30% del total europeo) en junio de 2004. La importancia de las instituciones domiciliadas en Francia era del 62%, del 16% en Irlanda y del 9% en Luxemburgo. En el bloque de instituciones francesas, cabe resaltar el significativo crecimiento de la categoría *OPCVM de fonds Alternatifs* (fondos de fondos), introducida en noviembre de 2003, y que al finalizar 2004 contaba con 130 fondos y 7,8 millardos de euros en gestión. En noviembre de 2004, la autoridad francesa (AMF) introdujo dos nuevas figuras para impulsar el desarrollo de la industria *on-shore* de *hedge funds*: los OPCVM ARIA (que engloba los denominados *OPCVM de fonds Alternatifs*, los ARIA y los ARIA EL) y los fondos contractuales (o a medida).

La demanda estimada de productos de gestión alternativa en el mercado francés es de 30 millardos de euros en 2004 (diez veces más que en el año 2000), siendo la importancia de los IRNE y el sector institucional relativamente similar (esta composición es diferente a la estimada para el mercado británico y alemán, donde actualmente predominan los inversores IRNE). La importancia del sector minorista sería mayor que en el caso británico, superando el 5% de la demanda total. La oferta de productos francesa descrita al inicio es significativamente superior a esta demanda estimada, por lo que cabe concluir la existencia de una gran actividad de comercialización internacional.

Se estima que la demanda de *hedge funds* en Francia puede alcanzar los 54 millardos de euros al finalizar 2007, un desarrollo muy superior al estimado para la industria alemana. El crecimiento de la demanda del sector institucional contribuiría sustancialmente a este aumento, si bien también se prevén incrementos significativos (15-20%) de la demanda minorista y de los IRNE. La mayor parte de la demanda será cubierta por productos franceses, lo que contrasta significativamente con el caso alemán que se expone posteriormente, debido a varias razones: (i) en Francia se permite la distribución pública de *single funds* domésticos y en Alemania no se permite ni domésticos ni extranjeros, (ii) en general, el entorno regulatorio francés es más flexible que el alemán (por ejemplo en apalancamiento) y (iii) la industria de gestión alternativa ya se había desarrollado parcialmente en Francia antes de que la legislación entrara en vigor, lo que no ocurrió en Alemania.

#### *Alemania*

La regulación que permite la comercialización de *hedge funds* y de fondos de *hedge funds* nacionales y extranjeros bajo determinadas condiciones en Alemania entró en vigor el 1 de enero de 2004<sup>45</sup> (ver apartado sobre regulación). La industria de gestión alternativa, que tradicionalmente se había desarrollado mediante certificados diseñados expresamente para grandes patrimonios o inversores institucionales, ha tenido un avance modesto desde la entrada en vigor de la mencionada regulación.

---

45. La nueva regulación permite la comercialización pública únicamente de los fondos de fondos. Los *single hedge funds* alemanes no están disponibles para el inversor minorista y los productos *off-shore* deben ser colocados de forma privada.

Según BVI (Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Asociación de Fondos Alemana), los activos en gestión de esta industria se situaban en 1,03 billardos al finalizar el mes de junio de 2005. Las estadísticas proporcionadas por esta institución incluyen los *hedge funds* y fondos de *hedge funds* domiciliados en Alemania y otros fondos no domiciliados en Alemania emitidos por compañías establecidas en dicho país que han recibido autorización para ser comercializados públicamente<sup>46</sup>.

Según las estadísticas ofrecidas por la autoridad supervisora alemana (Bafin), están registrados 13 *single hedge funds* y 10 fondos de *hedge funds*<sup>47</sup>. Asimismo, se ha autorizado la comercialización de las acciones de otras 8 instituciones domiciliadas en Luxemburgo<sup>48</sup>. Bafin no ofrece estadísticas sobre los activos en gestión de estas instituciones, si bien se pueden obtener algunas referencias a partir de la información de Bloomberg y de las estimaciones de Mercer Oliver Wyman Analysis. Se podría decir que los *hedge funds* alemanes (*single hedgefonds* en su denominación original) concentrarían entre un 25% y un tercio de los activos totales en gestión, los fondos de fondos alemanes (*dach-hedgefonds*) entre un 3% y un 7% y el resto correspondería a las entidades domiciliadas en Luxemburgo.

Los activos en gestión de estas instituciones no cubrirían la demanda total de estos productos en Alemania, que se cifra en torno a 15 billardos de euros en 2004 (4 billardos de euros en 2000). Ésta se completaría con certificados (9 billardos de euros) y con otros *hedge funds* y fondos de *hedge funds* extranjeros<sup>49</sup> (entre 4 y 5 billardos de euros). La importancia de la demanda relativa de los IRNE y del sector institucional sería similar, y el peso del segmento minorista sería cercano al 5% (lo que es relativamente elevado para los estándares mundiales). Aunque el arranque de esta industria ha sido más lento del esperado (existen algunos impedimentos que han limitado la creación de *hedge funds*), y su importancia en el ámbito europeo es aún reducida, existen buenas perspectivas para la industria alemana, cuya demanda podría alcanzar los 30 billardos de euros en 2007 gracias al incremento previsto por parte del sector institucional.

### *Irlanda*

Irlanda destaca en dos facetas importantes de la industria de *hedge funds*: por ser el domicilio europeo de la mayoría de los *hedge funds* registrados y por concentrar las actividades de los proveedores de servicios a escala internacional, especialmente en el ámbito de la administración.

- Domicilio de *hedge funds*. Como se ha comentado, Irlanda se ha convertido (junto con Luxemburgo) a lo largo de los últimos años en la jurisdicción europea con mayor número de *hedge funds* registrados. En los gráficos 3 se observa que el valor de los activos en gestión de los *hedge funds* domiciliados en Irlanda alcanza el 3% de los activos totales mundiales. La regulación irlandesa (que se comenta

---

46. Hasta ahora, todos proceden de Luxemburgo.

47. Nota de prensa de 12/07/05.

48. Nota de prensa de 07/02/05.

49. Como ya se ha comentado, colocados de forma privada.

en apartados siguientes) descansa en dos pilares: (i) la constitución de unas instituciones de gestión alternativa que se adecuan a las necesidades del mercado<sup>50</sup> y (ii) la agilidad del proceso de aprobación de los gestores y de los fondos, cuya duración puede reducirse a ocho semanas.

- Servicios de administración. Irlanda no es sólo el centro de administración más importante en Europa (cerca del 60% de los *hedge funds* europeos son administrados en Irlanda –véase gráfico 10-), sino que es uno de los más importantes a escala mundial, dado el atractivo en términos de costes que esta jurisdicción ha venido ofreciendo a los proveedores de estos servicios. Se estima que el volumen de activos de *hedge funds* administrados en Irlanda pero no domiciliados en dicha jurisdicción alcanza los 250 millardos de dólares, lo que representa cerca de un 25% de los activos totales mundiales de los *hedge funds*. Los *hedge funds* no domiciliados en Irlanda encuentran un entorno apropiado pues no se ven obligados a registrarse en dicho país para poder ser administrados ni tampoco son sometidos a la regulación ni la supervisión de la autoridad irlandesa (IFRA). Asimismo, pueden decidir listarse en la Irish Stock Exchange, cumpliendo únicamente los mismos requisitos que otras entidades que decidan cotizar<sup>51</sup>. De hecho, muchos promotores de *hedge funds* se ven altamente atraídos por la posibilidad de que los *hedge funds* coticen en la bolsa.

La actividad de administración en Irlanda experimentó un fuerte periodo de consolidación en 2004 a través de diversas fusiones y adquisiciones empresariales (State Street sobre IFS, BISYS sobre Hemisphere, HSBC sobre Bank of Bermuda, JP Morgan sobre Tranaut group), que previsiblemente continuarán en próximos años. La publicación de una “Guía de buenas prácticas para los administradores de *hedge funds*”, elaborada conjuntamente entre AIMA (*Alternative Investment Management Association, Asociación de Gestión de Inversiones Alternativas*) y DFIA (*Dublin Funds Industry Association, Asociación de la Industria de Fondos de Dublín*) también revela la importancia de esta jurisdicción a escala internacional.

Actualmente, Irlanda está viendo aumentar la competencia en el ámbito del domicilio de los *hedge funds* por parte de Luxemburgo, que recientemente ha modificado su regulación, de los países del Este de Europa y de algunas jurisdicciones *off-shore* como Jersey o Guernsey. En relación a la actividad de administración, se observan como uno de sus principales rivales a largo plazo a los países del este de Europa, que pueden ofrecer servicios de alto valor añadido a bajo coste.

---

50. La normativa irlandesa ha regulado tres figuras: (i) los fondos minoristas, que son ofrecidos al público, (ii) los fondos para inversores profesionales (PIF), con inversiones mínimas de 125.000 euros y (iii) los fondos para inversores cualificados (QIF), con inversiones mínimas de 250.000 euros y otros requisitos de riqueza. A los PIF y a los QIF se les permite utilizar los servicios de un *prime broker*, que debe cumplir determinados requisitos (ver sección 4 del documento para mayor detalle).

51. En la práctica, muchos *hedge funds off-shore* han decidido cotizar en esta bolsa, especialmente de Caimán.

### Italia

Italia fue uno de los primeros países europeos en abordar la regulación de los *hedge funds* (denominados *fondi speculativi*), pues ésta data del año 1999 (véase la sección 4 sobre regulación), si bien las primeras instituciones de este tipo no empezaron a registrarse hasta el año 2001. Desde ese momento el desarrollo de la industria italiana de *hedge funds* ha sido progresivo, aunque su tamaño se mantiene alejado de los dos principales mercados europeos ya comentados. Una de las posibles razones de tal comportamiento es la prohibición de comercializar al público los *hedge funds* y los fondos de *hedge funds* y también el establecimiento de una elevada inversión inicial (500.000 euros).

Los activos en gestión de la industria italiana de *hedge funds* han pasado de los 2,2 millardos de euros en 2003, hasta los 6,2 millardos en 2003, cifrándose los últimos datos (mayo de 2005) en más de 14 millardos de euros (lo que podría representar en torno al 5% de la industria europea). Existen un total de 27 sociedades gestoras autorizados por la Banca d'Italia que gestionan un total de 136 instituciones de inversión alternativa, 128 de las cuales corresponden a fondos de *hedge funds* y 8 a *single hedge funds*. El mayor desarrollo de la figura de fondo de fondos ha tenido su origen en la mayor facilidad que ofrece la regulación para su constitución y en el mayor *know-how* de los gestores. En esta categoría de fondos, el crecimiento de los fondos multi-estrategia está siendo significativamente superior al de los fondos que emplean otras estrategias.

### Luxemburgo

Como se comentó anteriormente, Luxemburgo se caracteriza por ser la segunda jurisdicción europea en registro de *hedge funds*, por detrás de Irlanda. Los activos en gestión de las entidades registradas en este estado representan cerca del 2% de los activos totales mundiales en gestión (véase gráficos 3).

Recientemente, y con el fin de atraer un mayor número de instituciones, Luxemburgo ha realizado algunos cambios en su normativa entre los que destaca la constitución de instituciones como nuevos fondos de capital-riesgo, fondos inmobiliarios y fondos destinados a inversores cualificados, que pueden ser tanto instituciones como IRNE. Además, se ha decidido permitir a los *hedge funds off-shore* que puedan listarse en la bolsa de Luxemburgo.

### España

En España, si bien la última ley de instituciones de inversión colectiva<sup>52</sup> abría, de modo general, la puerta a las instituciones de gestión alternativa, ha sido necesario esperar a la aprobación final del reglamento de dicha ley para conocer los detalles de la regulación de estas instituciones. Hasta el momento de la aprobación del reglamento, las instituciones que han querido realizar las actividades propias de los *hedge*

---

52. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

*funds* en España han tenido que respetar las limitaciones generales establecidas en la normativa vigentes para todas las instituciones de inversión colectiva y que tienen que ver fundamentalmente con las restricciones en la operativa con derivados, con activos no cotizados y en materia de concentración de inversiones. Se podría decir que debido a estos límites, las instituciones registradas en España no se pueden calificar como *hedge funds* puros, sino como instituciones que realizan gestión pseudo-alternativa.

El número de fondos españoles de estas características registrados en la CNMV a mediados de 2005 podría estar entre 80 y 100 (entre el 3% y el 4% del total de los FIM) atendiendo a las diferentes clasificaciones existentes<sup>53</sup>. Existe un grado de discrecionalidad notable a la hora de realizar estos listados puesto que la mayoría de estas instituciones pertenecen a la categoría de fondos globales y no tienen la obligación de mencionar expresamente en sus folletos que realizan técnicas de gestión alternativa, de modo que en numerosas ocasiones es necesario deducir dicha condición del análisis de las estrategias e instrumentos que se mencionan en sus folletos.

Existe mayor discrepancia a la hora de valorar los activos gestionados por estas instituciones. Para dos de las clasificaciones analizadas, el patrimonio de estas instituciones estaría entre los 3 y los 4,5 millardos de euros (en torno al 2% del patrimonio total de los FIM) y el número de partícipes oscilaría entre 70.000 y 120.000 (entre el 1% y el 2% de los partícipes de los FIM). Sin embargo, la tercera de las clasificaciones elevaría el patrimonio de los *hedge funds* españoles hasta los 12,2 millardos de euros (6,6% del patrimonio de los FIM) y el número de partícipes hasta los 350.000 (casi el 6% del total) debido a la inclusión de algunos fondos muy populares, que concentran elevados patrimonios y un número significativo de partícipes, y que han sido comercializados por grandes entidades como productos de gestión alternativa, aunque casi siempre tienen el capital garantizado en una determinada fecha.

---

53. Lipper (Reuters), Morningstar y Expansión.



### 3. Comentarios de las reuniones mantenidas con la industria

El estudio de la industria se ha completado con la información suministrada en diversas reuniones entre la CNMV y los profesionales del sector. Estos contactos se han mantenido con el objetivo de profundizar en el conocimiento de la industria e intercambiar puntos de vista sobre la situación y posible evolución del sector.

Los encuentros, de carácter informal, fueron precedidos por el envío de un cuestionario elaborado por la CNMV que respondía al propósito de formar un mapa de situación de la industria. La respuesta por parte de las entidades fue amplia y satisfactoria.

En este capítulo se resumen únicamente aquellas cuestiones, entre todos los temas tratados, que más interés han suscitado y que suponen una novedad respecto a la descripción de la industria recogida en el apartado anterior. No se pretende, por tanto, resumir el detalle de las reuniones mantenidas, sino resaltar los temas y opiniones que se han considerado convenientes a efectos de este informe.

Dada la limitación de la muestra, la información suministrada en este capítulo debe ser considerada con las oportunas cautelas.

#### 3.1. Características de los *hedge funds*

Los entrevistados identifican las siguientes características como las más relevantes en la descripción de un *hedge fund*:

- Inversión colectiva con importes mínimos de inversión elevados
- Sin restricciones en la política de inversión, flexibilidad y libertad por la escasa regulación
- Objetivo de rentabilidad absoluta
- Preservación del capital
- Sin obligaciones de liquidez
- Capital propio del gestor invertido (remuneración con fuertes incentivos)
- Estructura de comisiones en función de los resultados del fondo
- Habilidad para prestar acciones y mantener posiciones cortas
- Libertad de apalancamiento y de uso de opciones y futuros
- Organizaciones centradas en personas clave

### 3.2. Organización y estructura de la industria

El mapa de relaciones contractuales necesario para el correcto funcionamiento de un *hedge fund* es complejo y variado. En general, existe consenso respecto a las figuras esenciales que lo comprenden, aunque la estructura varía en función del tipo de fondo, de la estrategia y del tamaño del mismo. Además, se han observado algunas discrepancias en la valoración de figuras como la del *prime broker*.

**Gestor (*investment manager*):** Es el que gestiona por cuenta y en nombre del fondo. Tal y como se ha descrito en el capítulo anterior, es una de las figuras claves del *hedge fund*. Con el objetivo de alinear sus incentivos con los de los inversores, suelen tener una participación significativa de los fondos. Además, su remuneración está relacionada con el rendimiento de las inversiones.

**Administrador:** El administrador está al cargo de diversas funciones societarias. Sobre todo es el responsable de la valoración, esto es, del cálculo del valor liquidativo de los activos (Valor Actual Neto, VAN, o NAV en sus siglas en inglés), que es el valor utilizado para los reembolsos y suscripciones. Además, suele ejercer también funciones de contabilidad y otros servicios administrativos.

La estimación del VAN es uno de los puntos más sensibles sobre el que insiste la industria. Es esencial garantizar que el VAN se ajusta al máximo a la realidad, que es una estimación justa y fiable, y que se realiza siguiendo una metodología de cálculo consistente y verificable. Dado el aumento de la complejidad y la opacidad de las inversiones de los *hedge funds*, se requiere de un elevado esfuerzo para que su estimación no pueda ser tergiversada. Se insiste en la necesidad de que existan unas prácticas establecidas de cálculo y que los procesos de determinación de precios, en casos como derivados *over-the-counter* o activos poco líquidos, sean transparentes y verificables en todo momento.

La importancia del cálculo del VAN hace que, tanto desde el punto de vista de un *hedge fund* como de un fondo de fondos, se resalte la necesidad de que el administrador sea una figura independiente del resto de la organización, separando la función del administrador de las funciones de gestión. El VAN del administrador es cotejado periódicamente con las propias estimaciones de los gestores de los *hedge funds*.

La frecuencia del cálculo del VAN varía en función del fondo y estrategia. Internamente éste es calculado con una periodicidad mayor, con el objetivo de gestionar las inversiones y el riesgo. Externamente, éste suele facilitarse a los inversores con periodicidad mensual o trimestral.

**Asesor financiero (*investment advisor*):** Cuando existe de forma separada, tiene un papel clave en la organización y gestión del fondo. Suele tener su origen en anteriores gestores de bancos de inversión u otras grandes empresas que se instalan por cuenta propia. Dirigen el fondo, las relaciones y los acuerdos con las distintas partes que prestan servicios, así como las relaciones con los inversores. No es una figura habitual en la industria europea pero sí en EEUU. Los medios de los asesores fi-



nancieros varían notablemente en función del tamaño del fondo. En algunos casos pueden disponer de varios gestores, *brokers* y analistas, mientras que en otros la dotación de recursos es mínima.

**Custodio:** Puede existir de forma separada o no. En ocasiones esta función la realiza la propia entidad a la que pertenece el fondo, mientras que en otras es suplantada por el *prime broker*. Suele existir una comisión de custodia del 0,02%.

**Promotor (*placement agent*):** No todos los *hedge funds* disponen de esta figura de forma separada. Realiza las tareas de promoción y distribución de las acciones del fondo y suele percibir una comisión de suscripción/retrocesión.

**Prime broker:** Los *prime brokers* u operadores principales son una figura clave dada la operativa de los *hedge funds*, esenciales para el desarrollo de la industria. Los *hedge funds* suelen concentrar toda su operativa en un solo *prime broker*, aunque también existen casos en los que se opera con múltiples *prime brokers*. Tal y como se refleja en el capítulo anterior, la actividad del *prime broker* está altamente concentrada en pocas entidades.

Las funciones que cumplen los *prime broker* son múltiples y diversas, llegando a asumir grandes responsabilidades. Los servicios que ofrecen varían en función del tamaño o grado de desarrollo del *hedge fund*. Ofrecen servicios centralizados de liquidación, custodia de valores, elaboración de informes diversos, gestión del riesgo, préstamos de títulos, financiación de márgenes, así como productos estructurados y financiación corporativa (o *equity finance*). Asimismo, los *hedge funds* que se encuentran en sus fases iniciales de desarrollo suelen recurrir a los servicios de los *prime brokers* para que actúen de intermediarios y les faciliten el acceso a los inversores y al resto del mercado, algo que suele ser complejo en los primeros años de vida de los *hedge funds*.

Dado el papel que llegan a desempeñar, los *prime brokers* concentran un elevado volumen de información, que puede derivar en determinados conflictos de interés<sup>54</sup>. Incluso en los casos en los que el *hedge fund* tiene acuerdos con más de un *prime broker*, las relaciones suelen estar altamente concentradas con uno solo.

Asimismo, de un tiempo a esta parte, la actividad de los *prime broker* con los *hedge funds* es objeto de atención de los organismos supervisores por los posibles riesgos que acumulan, sobre todo en términos de estabilidad financiera del sistema.

En la industria existe también la opinión, aunque minoritaria, de que no es necesaria la vinculación con un único *prime broker*, evitando así los riesgos en los que se incurre el *hedge fund* al depender excesivamente de los servicios de una única entidad. Según esta opinión, los servicios del *prime broker* pueden ser sustituidos por diversas contrapartidas, limitando la exposición a cada una de ellas. Se argumenta

---

54 Este es uno de los puntos que ya resaltaba la SEC en su informe "The implications of the growth of hedge funds" de 2003.

que dota de flexibilidad, de operaciones más eficientes en términos de coste, de menor riesgo de concentración y de una menor exposición de la cartera.

#### Otros comentarios recibidos:

- En el caso de los fondos de *hedge funds*, se insiste en la necesidad de separar las funciones de selección de los fondos de inversión (proceso de diligencia debida o *due diligence*) de la propia función de inversión, con el objetivo de evitar posibles conflictos de interés.
- En general, y por exigencia de los inversores, los *hedge funds* suelen disponer de cuentas auditadas con cierta periodicidad.

### 3.3. Determinantes de la localización de los fondos y gestoras

#### 3.3.1. Hedge funds

Existe consenso en la importancia de la regulación y de la carga fiscal, como factores que determinan la localización de los fondos.

Respecto a la regulación, en líneas generales, la industria valora positivamente la existencia de flexibilidad en la política de inversión y en el uso de estrategias, así como la rapidez de los procesos administrativos. El grueso de la industria aboga por una regulación de nivel moderado y ágil. Además, se valora positivamente la proactividad por parte de los organismos supervisores, entendiéndose como tal las actitudes llevadas a cabo por organismos supervisores y reguladores con el objetivo de atraer la industria hacia la respectiva jurisdicción, como es el caso de Irlanda<sup>55</sup>, que en los últimos años ha promovido más bien la legislación de asentamiento o incorporación, en vez de la de distribución o promoción.

Por otro lado, también se reconoce que empieza a existir cada vez más una connotación positiva en la regulación, pues se percibe como un sello adicional de garantía del producto. De hecho, en ningún caso se han observado reticencias por parte de las entidades a ser reguladas, sino que las reservas se han centrado, en la mayor parte de los casos, en la necesidad de mantener la flexibilidad en las políticas de inversión.

#### 3.3.2. Gestoras de hedge funds

Para las gestoras de *hedge funds*, estar sometido a cierto grado de regulación tiene una connotación positiva, mayor que en el caso de los *hedge funds*, siempre que ello no implique rigidez o retrasos que afecten en exceso a la operativa. Los inversores suelen valorar positivamente que la gestora esté sometida a determinados controles, pues se percibe como un elemento que añade valor a la entidad. Con todo, factores

---

<sup>55</sup> La *Investment and Development Agency* (Agencia para la Inversión y el Desarrollo) del gobierno irlandés en colaboración con la *Dublin Funds Industry Association*, DFIA (Asociación de la Industria de Fondos de Dublín) y la bolsa irlandesa promueven por diversos medios el asentamiento de la industria en Dublín.

como el nivel de exigencias en recursos, requisitos de capital y restricciones sobre la estructura son elementos claves para determinar su localización.

Los aspectos fiscales también son importantes en la decisión de localización, tanto en relación a la carga fiscal sobre las sociedades como sobre las personas físicas, donde pueden existir diferencias sustanciales entre países.

Otro de los factores a considerar en la localización de la industria es la existencia de los medios, servicios y personal de soporte que la industria de *hedge funds* requiere (proveedores de servicios), cuya importancia aumenta considerablemente al aumentar el tamaño del *hedge fund*. Finalmente, se señala también como relevante para el ejercicio de su operativa mantener el vínculo con el circuito internacional de clientes.

### **3.4. Operativa y proceso de inversión**

#### **3.4.1. Hedge funds**

La mayoría de los entrevistados comentaron la creciente innovación, complejidad y sofisticación de las estrategias de inversión, proceso que lleva, a su vez, a una creciente especialización por estrategia o por área geográfica.

Las múltiples estrategias existentes suelen agruparse en diferentes grupos, en función de si son neutrales al mercado, direccionales o de eventos (véase el capítulo anterior para un análisis y descripción detallada de las mismas). Una de las estrategias más utilizada es la *long/short equity* o *equity hedge* (renta variable con cobertura), que permite un control y análisis relativamente sencillo y no suele ofrecer problemas de liquidez en los subyacentes (acciones, préstamos de títulos, derivados en mercados organizados y “*over the counter*”. -OTC).

Asimismo, uno de los elementos que se resalta para tener éxito en las inversiones, independientemente del tipo de estrategia utilizado, es poder disponer de una gran amplitud en las operaciones.

#### **3.4.2. Fondos de hedge funds**

El gestor de un fondo de *hedge funds* selecciona aquellos *hedge funds* en los que invertir, de modo que la cartera resultante se adecúe al nivel de rentabilidad/riesgo que quiera asumir.

En un entorno de *hedge funds* cada vez más especializado, los fondos de fondos ofrecen diversificación, buscando disminuir el riesgo de inversión así como el riesgo operacional. Para ello se busca la diversificación de estrategias, de estilos de gestión, de fondos, de gestores, de negocio o incluso de localización geográfica. Todo ello permite a los fondos de fondos ofrecer un riesgo bajo/medio a los partícipes, respecto a un riesgo medio/alto y muy alto que soportan los que invierten en *hedge funds*. Esta diversificación puede suponer unos costes adicionales para los inversores en términos de comisiones.

Existe una gran variedad de fondos de *hedge funds*, en función del universo de fondos en los que invierten. Así, existen los fondos de fondos diversificados (o también denominados de multiestrategia), los sectoriales (o geográficos) o los que seleccionan fondos que invierten en una sola estrategia.

#### i) Proceso de selección de los subyacentes

Este proceso consta habitualmente de diversas fases.

- **Universo de fondos.** Se parte de una base de datos sobre *hedge funds* en los que se podría invertir. Esta información se obtiene de bases de datos que, en algunos casos, son de elaboración propia y, en la mayoría, se obtienen mediante suscripción o compra. Los datos se identifican, clasifican y filtran de forma que se reduce el universo de fondos a más de la mitad.

– **Evaluación cuantitativa.** Se analizan los fondos en función de parámetros como la volatilidad, correlación, el volumen de los activos gestionados, el estilo de la inversión o las rentabilidades pasadas.

– **Evaluación cualitativa.** Se centra en la figura del gestor. Es un análisis complementario que focaliza su estudio en la generación de alfa del gestor. Para ello se revisan cuestiones como los objetivos, la estructura de comisiones o la inversión mínima. Esta fase suele ir acompañada de análisis y entrevistas personales.

– **Diligencia debida (*due diligence*).** Estudio completo llevado a cabo por una entidad o un equipo experto que trata de estimar el riesgo operacional y legal del fondo. Para ello se revisan múltiples cuestiones organizativas, se comprueban informaciones y se suelen realizar visitas in situ (ver apartado 3.6. de este capítulo).

– **Fase final.** Entre los fondos aprobados se determinan aquellos más adecuados según el perfil. El resto permanece en cartera.

#### ii) Gestión de la liquidez

La selección de los fondos en los que se invierte debe considerar también una adecuada gestión de la liquidez, factor clave en los fondos de fondos. Es necesario mantener la consistencia entre la liquidez de los fondos subyacentes y la liquidez que se quiere dotar al fondo de fondos, que puede ser trimestral, mensual o incluso inferior.

La gestión de la liquidez suele entrañar determinadas restricciones en los reembolsos para asegurar una adecuada gestión del fondo y proteger en última instancia los intereses de los partícipes. Así, por ejemplo, es habitual la existencia de barreras de liquidez que limitan la cantidad máxima que se puede reembolsar en un determinado periodo de tiempo.

### iii) Cálculo del valor de los activos

Puede afirmarse que la estimación del valor de los activos de un fondo de fondos es menos compleja que en el caso de un *hedge fund* individual, pues el valor de los activos de los fondos de fondos se obtiene de la agregación de las valoraciones que los respectivos fondos subyacentes aportan. No obstante, ello no significa que sea menos relevante. Su estimación sigue siendo un elemento clave pues es parte de la información que reciben los partícipes del fondo como seguimiento y el valor de referencia para las suscripciones y reembolsos.

## 3.5. Promoción y comercialización

Una de las señas de identidad de los *hedge funds* es la búsqueda de valor absoluto y la ausencia de correlación de sus rendimientos con la evolución del mercado. Para lograr estos objetivos, los *hedge funds* cuentan con gestores que son capaces de desarrollar ideas de inversión. Los años de experiencia y el haber gozado de un buen historial de resultados son también elementos muy valorados en la promoción de los *hedge funds*.

### 3.5.1. Cliente objetivo

El cliente objetivo de los *hedge funds* suele ser un inversor cualificado. Entre ellos destacan los IRNE, las entidades especializadas en gestionar fortunas (conocidas como *family offices*), los fondos de *hedge funds*, los inversores institucionales (fondos de pensiones y otros inversores institucionales) y el propio gestor del fondo (sobre todo en las primeras etapas del mismo). Se constata que, en la actualidad, prácticamente la mayor parte de las nuevas suscripciones que reciben los *hedge funds* provienen de los fondos de *hedge funds*. Los inversores institucionales han tenido en los últimos años una importancia creciente. Entre ellos destacan las entidades financieras, los fondos de pensiones, las compañías de seguros y también las fundaciones.

En el caso de los *hedge funds*, los entrevistados coinciden en que es esencial que el cliente conozca y entienda el producto, la estrategia utilizada así como al propio gestor antes de tomar una decisión de inversión. En algunos casos, la estrategia seguida por el gestor puede centrarse en algún área o sector concreto, por lo que el cliente debe valorar también la especialización de la inversión.

Como consecuencia de lo anterior, la industria de *hedge funds* sostiene que, en un principio, su producto no va destinado al mercado minorista. Consideran que el negocio minorista es esencialmente un negocio de distribución y, en consecuencia, más próximo a los fondos de fondos. Además, una distribución masiva a pequeños inversores supondría unos costes elevados que su estructura y organización actual no les permitiría asumir. No obstante, son conscientes de los cambios que se producen en los mercados y de la necesidad de adaptarse a las demandas de los clientes. De hecho, el aumento de los inversores institucionales ya ha supuesto un cambio en las actuaciones de los *hedge funds*. Al principio del desarrollo de la industria, el

cliente tipo eran las IRNE y las entidades especializadas en gestionar fortunas que demandaban elevadas rentabilidades asumiendo volatilidades también elevadas. La creciente presencia de los inversores institucionales ha determinado un cambio en el tipo de estrategia a seguir, pues éstos tienen como prioridad la preservación de la rentabilidad del capital y están dispuestos a tolerar volatilidades más moderadas.

### **3.5.2. Promoción**

El tipo de promoción que puede hacer un *hedge fund* está condicionado principalmente por el tipo de inversor al que va dirigido. Además, por cuestiones legales en muchos casos no se puede hacer promoción pública.

La relación entre el *hedge fund* y el inversor suele ser una relación directa, donde el inversor conoce al gestor. En muchos casos, los *hedge funds* adquieren sus clientes como consecuencia del boca a boca. Esto es así sobre todo en los más conocidos y de mayor volumen. Otra forma de acceder a los potenciales clientes es mediante la participación en los diversos eventos que se organizan en varias ciudades, asistiendo a congresos y conferencias de la industria, participando en bases de datos o publicando informes y entrevistas en revistas especializadas. Los intermediarios como los *prime brokers* también cumplen en muchas ocasiones esta función.

Todos los entrevistados coinciden en que para ser escogido como destino de inversión es fundamental tener un buen historial de resultados, disponer de unas conexiones adecuadas y superar con éxito el proceso de diligencia debida.

Las limitaciones existentes a la difusión de información en la mayoría de los países y las múltiples cuestiones a controlar en la selección de los fondos hacen que los potenciales inversores contraten cada vez más a consultoras para que investiguen y reporten informes sobre los posibles *hedge funds*, sobre todo en cuestiones de riesgo operacional (esto es, los procesos de diligencia debida). Los servicios que ofrecen estas consultoras también pueden abarcar asesoramiento fiscal, construcción de bases de datos, elaboración de informes o publicación de artículos.

### **3.6. Procesos de diligencia debida**

El proceso de diligencia debida es un paso necesario para que un *hedge fund* sea seleccionado como posible fondo en el que invertir. Estos procesos tienen como objetivo la identificación de cuestiones que puedan afectar al riesgo operacional y a la sostenibilidad del negocio.

En los procesos de diligencia debida se valora positivamente la transparencia y la buena gestión del riesgo. El posible inversor busca cuestiones como la integridad en la gestión del negocio, la excelencia operacional, que se disponga de un proceso inversor disciplinado, capacidad de innovación, una gestión comprensiva del riesgo o la existencia de un compromiso del equipo gestor con el fondo mediante, por ejemplo, un buen diseño de incentivos. Revisar las credenciales de los gestores, los documentos de la compañía, no tener antecedentes penales, juicios pendientes o an-

teriores quiebras pueden ser decisivos en el diagnóstico. Todo ello se complementa con entrevistas y visitas in situ a los *hedge funds*.

Revisar todas estas cuestiones es un proceso costoso en recursos humanos y en tiempo. Ello lleva a que, en algunos casos, se contrate externamente y, en otros, se realice con mayor o menor intensidad en función, por ejemplo, de si el fondo es conocido o no, o de dónde esté registrado. De hecho, se observa un crecimiento de empresas que se especializan en ofrecer servicios de asesoramiento a instituciones en la selección de los fondos de *hedge funds* en los que invertir<sup>56</sup>.

Asimismo, la Asociación de Inversiones Alternativas (*Alternative Investment Association*) ha desarrollado modelos de cuestionarios de diligencia debida para los inversores en *hedge funds* y para los fondos de fondos con el objetivo de que sirvan como referencia. Estos señalan las principales cuestiones a considerar en la identificación de los riesgos.

En términos generales, se revisan los siguientes puntos:

- Estrategia del fondo, proceso de inversión y riesgo de la posición.
- Equipo humano: se revisa la dotación de medios, organización y personas clave, experiencia y capacidad en inversión y en gestión de negocio. Se analiza también la posible participación del equipo en otros fondos y en posibles compañías fallidas, así como los cambios en el equipo.
- Condiciones legales: folleto, responsabilidad limitada, comisiones, gastos, condiciones de reembolso.
- Incentivos: estructura del negocio, participación de los gestores en el capital de la compañía gestora y como inversores del fondo.
- Análisis cuantitativo: confirmación riesgo, correlación etc. Trayectoria real/auditada/simulada.
- Operaciones: revisión de sistemas, riesgo operacional. Administrador independiente. Valoración y cálculo del VAN.
- Relaciones con *prime brokers*, auditores y otros proveedores de servicios.

Para evitar posibles conflictos de interés entre quien realiza las inversiones y quien realiza los procesos de diligencia debida, los fondos de fondos mantienen separadas ambas figuras en su organización interna, dotando en muchos casos a este último de poder de veto en la toma de decisiones de inversión.

### 3.7. Difusión de información y folletos

La predisposición por parte de los *hedge funds* a difundir información, dada la opacidad que siempre ha caracterizado al sector, es variada. En general, ninguna entidad muestra reticencias a difundir información sobre parámetros de riesgo o mandatos

---

56 Por ejemplo, *Expert Timing Systems*, que se constituyó en 1987 para satisfacer la demanda de técnicas sofisticadas de gestión de activos y de control de riesgos a la vista del rápido desarrollo de los mercados financieros españoles.

de inversión (información que de hecho ya se facilita a los clientes). No obstante, algunos se muestran reticentes a comunicar la posición de su cartera para evitar posibles réplicas de la misma, así como para evitar que se interpreten como una señal positiva o negativa (al estar corto o largo) respecto a un activo en concreto. Otra parte de los entrevistados, por su parte, consideran que estos argumentos carecen de fundamento.

**Hedge funds:** Habitualmente, no informan a los inversores de la posición concreta de la cartera. Los inversores conocen la estrategia de inversión que caracteriza al fondo, pero no el detalle de las inversiones. Para no dar este tipo de información se argumentan cuestiones prácticas (libertad de movimientos) y que la información en sí tiene poco valor para el inversor. La información que reciben los inversores del fondo, según la periodicidad acordada, es un informe con el rendimiento y los principales datos de evolución de la cartera en el periodo transcurrido de forma agregada.

Respecto a la información a facilitar al organismo supervisor, la opinión es distinta. En este caso, no se muestran objeciones al respecto, salvo las estrictamente operativas.

**Fondos de hedge funds:** En líneas generales, se muestran reticentes a difundir la composición de su cartera, es decir, a informar públicamente sobre los fondos en los que están invirtiendo. Se argumenta que estarían revelando su estrategia y perderían, por tanto, su valor como gestores de fondos de fondos. No obstante, no todos comparten esta opinión. Parte de los entrevistados consideran que el argumento a favor de la opacidad no es válido, pues diversas cuestiones prácticas hacen prácticamente imposible que alguien replique una cartera aún disponiendo de la información. No hay inconveniente en facilitar información al supervisor.

**Folletos:** Los folletos de los fondos que las gestoras facilitan a sus clientes suelen ser muy extensos. En ellos se detalla la estructura legal de la compañía, las relaciones contractuales que mantiene, las comisiones y gastos aplicables, aspectos respecto a la valoración de los activos y las condiciones de liquidez (suscripciones y reembolsos). Por otro lado, se deja habitualmente abierta la política de inversión, dotando de flexibilidad a la estrategia que se va a seguir. Las estrategias utilizadas suelen detallarse en los procesos de diligencia debida. La mayor parte de los entrevistados han reconocido también como habitual la existencia de acuerdos bilaterales con determinados inversores<sup>57</sup>, o acuerdos bilaterales con algunos clientes independientemente del contenido del folleto.

### 3.8. Política de comisiones

Las comisiones, pagos y método de cálculo de las mismas están detalladas en los folletos de los fondos. Se detalla su existencia, aunque no siempre se especifica la cuantía. Las comisiones más habituales en la industria son:

---

<sup>57</sup> Las denominadas *side letters*.



- Comisión de gestión: entre 1-2% del patrimonio.
- Comisión de resultados: alrededor del 20% (o del 10% en el caso de los fondos de fondos) con un procedimiento de cálculo establecido que asegure que se establezca en función de los resultados realmente conseguidos (marca de agua).
- Comisión de administración y custodia: porcentaje pequeño.

Pueden existir otras comisiones como las de suscripción y reembolso, o las de conversión.

Los fondos de fondos detallan sus comisiones como gestores de fondos e informan de la existencia de comisiones en los fondos subyacentes en los que invierten, pero los inversores no observan el detalle de las mismas. El valor de la cartera que se comunica al inversor es neto de las comisiones de las inversiones que se han realizado.

### 3.9. Gestión del riesgo

Disponer de una buena gestión del riesgo es clave en el éxito de un *hedge fund*. La gestión del riesgo es un concepto muy amplio que engloba diversos riesgos potenciales:

- **Riesgo de mercado:** Se deriva de la posición de la cartera, esto es, tiene que ver con las posibles pérdidas que se pueden producir como consecuencia de los cambios en las condiciones del mercado. Respecto al riesgo de mercado, los *hedge funds* gestionan riesgos en términos absolutos. Ello se traduce en una gestión total del riesgo (VaR) con el objetivo de evitar la destrucción del capital. Las técnicas tipo VaR son las más utilizadas obteniendo la pérdida máxima esperada con un porcentaje determinado de fiabilidad o ejercicios de peor escenario.

Cada vez son más populares los proveedores externos de servicios de medición del riesgo. La ventaja de estos sistemas es que ofrecen una valoración homogénea y permiten diferenciar entre fondos de distintas gestoras. De hecho, las decisiones de inversión se guían más en términos de valores de riesgo que en términos de conocimiento de la estrategia a seguir. No obstante, hay que recordar que se basan en metodología de simulación histórica.

La mayoría de los *hedge funds* entrevistados afirman realizar periódicamente ejercicios de simulación de riesgos para determinar la sensibilidad de las posiciones a cambios en las condiciones de mercado, cuyos resultados determinan las políticas de inversión.

En conjunto, la gestión del riesgo comprende una parte cuantitativa (estimaciones de VaR, análisis de rendimientos, comprobación posterior de las estimaciones del VaR –conocido como VaR *back-testing*–), otra más cualitativa (análisis de peor escenario de las carteras bajo escenarios de crisis) y también es necesario un elevado grado de transparencia, con informes periódicos de resultados y riesgo a disposición de los clientes.

- **Riesgo de crédito:** Posibles pérdidas como consecuencia de cambios en la solvencia de las contrapartidas. Algunos *hedge funds* mantienen contratos con un número elevado de contrapartidas para minimizar este riesgo.
- **Riesgo de liquidez:** Posibles pérdidas ocasionadas por cuestiones que afecten a la liquidez, como por ejemplo, por reembolsos de magnitud importante. Las técnicas utilizadas para gestionarlo son amplias (políticas de tope de pérdidas u otras medidas de preservación del capital).
- **Riesgo operacional:** o riesgo de fraude en la mayoría de casos, que cada entidad debe controlar y que los inversores intentan determinar mediante los procesos de diligencia debida.

En los fondos de *hedge funds* la gestión del riesgo empieza en el proceso de selección de la cartera, requiriendo información detallada de todos los fondos, volatilidades, riesgo operacional, correlaciones y controles posteriores. La mayoría coincide en considerar que en términos de rendimientos una cartera de unos 15 fondos<sup>58</sup> estaría suficientemente diversificada. No obstante, dada la existencia de otros riesgos, como el operacional, se suele diversificar algo más para compensar. De hecho, en los fondos de fondos se considera clave la diversificación en número de fondos, la diversificación de estrategias y la gestión de la liquidez.

### 3.10. Normas de conducta

En los últimos años, diversos factores han promovido la autorregulación del sector. La ausencia de una regulación oficial y la opacidad del sector han impulsado la proliferación de códigos o principios de buenas prácticas en la industria. Asimismo, este proceso se ha visto impulsado por la creciente preocupación por parte de los organismos internacionales ante los posibles efectos de la operativa de los *hedge funds* en los mercados de valores.

Por ejemplo, la Asociación de Fondos Gestionados (*Managed Funds Association*, MFA) ha publicado recientemente la última actualización de sus recomendaciones de buenas prácticas para los gestores de *hedge funds*<sup>59</sup> donde se incluyen cuestiones relativas a políticas de gestión y controles internos, responsabilidades con los inversores, gestión de conflictos de interés, prácticas de valoración, prácticas para la gestión y control del riesgo (tanto el riesgo de mercado, como el riesgo de crédito o de liquidez), aspectos regulatorios, recomendaciones sobre transacciones como mejor ejecución y actuaciones en situaciones de crisis y planes de recuperación del negocio. Asimismo, también abarca cuestiones relacionadas con la lucha contra el fraude.

En la misma línea, aunque con una perspectiva más concreta, el Grupo de Política de Gestión del Riesgo II (*Risk Management Policy Group II*), integrado por una representación de las principales instituciones financieras y liderado por *Goldman Sachs*,

58 El rango de lo que el mercado considera como suficientemente diversificado oscila entre 10-15 y 15-20 fondos, con un máximo de 40.

59 Véase la "Guía de Buenas Prácticas para Gestores de Hedge Funds 2005" ("*MFA's 2005 Sound Practices for Hedge Fund Managers*") de la Asociación de Fondos Gestionados.

centra su atención en cuestiones de gestión del riesgo y transparencia con el objetivo de mitigar los riesgos sistémicos de un choque financiero.

### 3.11. Las cuentas gestionadas (*managed accounts*)

Las denominadas cuentas gestionadas o *managed accounts* son cuentas gestionadas por el gestor del *hedge fund*, pero cuya propiedad sigue siendo en todo momento del inversor. Es una práctica extendida que a su vez ha permitido el desarrollo de las plataformas de *hedge funds* y de productos estructurados de gestión alternativa. Aunque la opinión en el mercado al respecto es diversa, un gran número de *hedge funds* ofrecen estos servicios.

Las ventajas de este tipo de producto son varias. Por un lado, las cuentas gestionadas permiten disponer de un mercado paralelo que permite la creación de índices estructurados sobre *hedge funds*, impulsando el desarrollo de plataformas de *hedge funds*, o ser un vehículo de inversión directa. Por otro lado, los productos creados a partir de las cuentas gestionadas minimizan algunos de los obstáculos tradicionales de la gestión alternativa: problemas de liquidez (suelen ofrecer liquidez semanal e incluso diaria), problemas de regulación y riesgo operacional.

No obstante, también existen algunas cautelas al respecto. Algunos de los entrevistados no se muestran partidarios de dicha práctica. Se argumenta que es importante, como sucede en los *hedge funds*, la implicación del gestor mediante inversión propia en el fondo, cosa que no sucede en las cuentas gestionadas. Se considera, a su vez, que las plataformas que se han desarrollado a través de las cuentas gestionadas disponen de un universo pequeño de inversión y un historial de resultados poco favorable. También se argumenta que garantizar la máxima liquidez no siempre es mejor para el inversor. Lo relevante es que exista transparencia sobre la política de liquidez y que ésta se ajuste a los requisitos de la inversión.

Las plataformas de *hedge funds* desarrolladas a partir de las cuentas gestionadas se caracterizan por lo siguiente.

- Crean índices de gestión alternativa que buscan ser representativos del conjunto de la industria. Esto es, no tienen como objetivo la rentabilidad, sino la representatividad. A partir de ahí, ofrecen fondos cuya rentabilidad está asociada al índice. No obstante, tampoco son una réplica exacta ya que existen algunas limitaciones de inversión en los folletos, lo que según los gestores se traduce en una suavización de los resultados.
- Suelen ofrecer liquidez semanal. Ello se realiza casando órdenes entre las suscripciones y reembolsos.
- Suelen disponer de distintos tipos de acciones en función del tipo de inversor: institucional o minoristas.
- Asimismo, ofrecen la posibilidad de inversión directa en cuentas gestionadas.

### 3.12. Tendencias del mercado

Parte de los entrevistados comentan la existencia de cierta saturación en el mercado como consecuencia de las fuertes entradas de capital de los últimos años. Además, se señala el fuerte crecimiento de los fondos de *hedge funds*, sin que se observe un aumento en la misma proporción de los *hedge funds*. No obstante, el porcentaje de activos bajo gestión en la industria de *hedge funds* todavía es limitado en relación a la gestión tradicional, por lo que se afirma que todavía resta camino por avanzar. Otros aspectos a destacar son los siguientes

- Se constata una reducción de los periodos de liquidez de los fondos, incluso más allá de dos años. Suele entenderse que los mejores fondos son los que tienen una liquidez menor. De hecho, los fondos mejor valorados suelen estar cerrados a nuevas inversiones.
- Se advierte que se ha entrado en una fase de retornos más reducidos en relación a años anteriores, ya sea por el crecimiento de la industria como, sobre todo, por el cambio de tipo inversor que conlleva una modificación de las preferencias en términos del binomio rentabilidad-riesgo.
- Se afirma que la tendencia mundial del mercado es hacia la institucionalización y hacia una mayor regulación de la industria.
- Se percibe una tendencia creciente de la contratación externa de los principales servicios: agencias de *rating*, consultoras especializadas en procesos de selección de fondos de *hedge funds*, en cuestiones de modelos de gestión del riesgo o de diligencia debida.
- Se subraya que una regulación excesiva en muchas ocasiones puede perjudicar al inversor modesto. Pero también se reconocen sus ventajas: (i) mitigar el riesgo sistémico, (ii) controlar el uso de información privilegiada, (iii) aumentar la protección del inversor en un fondo de fondos, por ejemplo, de modo que se garantice que las condiciones establecidas inicialmente se cumplen, (iv) evitar el arbitraje regulatorio entre los productos regulados y los que no, (v) y romper con la creencia de que los *hedge funds* siempre tienen más riesgo que otros productos existentes en el mercado.

Asimismo, aumenta la presión hacia la regulación de *hedge funds* a nivel europeo. Se comenta la necesidad de una armonización a nivel europeo de la regulación sobre *hedge funds* con el objetivo de evitar el arbitraje regulatorio entre los distintos países de la UE.

Los entrevistados coinciden en opinar que los *hedge funds* representan un nuevo modelo de gestión respecto a los productos tradicionales, con un alto potencial de crecimiento, pero no por ello son un producto distinto. De hecho, gran parte opina que en realidad los modelos de inversión seguidos por los *hedge funds* terminarán por suplantar o complementar la gestión tradicional.

Existe un fuerte desarrollo de productos relacionados con la industria de *hedge funds*: como por ejemplo los seguros referenciados a *hedge funds*, bonos estructurados que vinculan su rentabilidad a un *hedge fund*, certificados sobre *hedge funds* o directamente productos estructurados sobre índices de *hedge funds*.

El protagonismo de la banca en el sector de *hedge funds* es creciente. Ello se debe a su papel como proveedor de servicios y las funciones de custodia, contrapartida, intermediación crediticia y dotación de capital que realizan. Los *hedge funds* son la fuente de una parte sustancial de los ingresos bancarios. Como ya se ha comentado, las estimaciones existentes cifran los ingresos de la banca derivados de la operativa con *hedge funds* en 25 miles de millones de dólares en 2004 (o un octavo del total de sus ingresos).



## 4 Análisis del tratamiento de los *hedge funds* en otros ordenamientos jurídicos

### 4.1 Unión Europea

En el ámbito europeo, cabe señalar una primera aproximación a la industria de *hedge funds* en el año 2003, cuando el Parlamento Europeo publicó una Resolución sobre el futuro de los *hedge funds* y de los instrumentos derivados<sup>60</sup>. En dicha Resolución, adoptada a partir del Informe Purvis, se instaba a la Comisión Europea a adoptar un sistema de regulación comunitario sobre los instrumentos alternativos y sofisticados de inversión (IASI) y a analizar si el régimen de los IASI se debía adoptar como un elemento concreto dentro de la directiva revisada sobre OICVM<sup>61</sup> o en el marco de una directiva independiente.

Más recientemente, concretamente en julio de 2005, la Comisión Europea puso a consulta el llamado “*Green Paper*” o “Libro Verde” sobre la política para los servicios financieros en el período 2005-2010.

Entre los distintos aspectos abordados en el citado documento, conviene destacar los de gestión de activos y servicios financieros al por menor. En este ámbito, y en lo que a la materia objeto de este estudio más interesa, cabe señalar que la flexibilización propiciada en materia de IIC por las distintas Directivas aparecidas en los últimos años (UCITS II permite fondos de instrumentos del mercado monetario, fondos principal/subordinado<sup>62</sup> y fondos de fondos UCITS; y UCITS III autoriza la difusión de fondos indexados y fondos de productos derivados) ha posibilitado el desarrollo de una eficiente industria de IIC en la Unión. El “Libro Verde” identifica distintas áreas susceptibles de mejora, para algunas de las cuales llega a sugerir medidas a corto plazo, como las relativas a la eliminación de trabas al buen funcionamiento del pasaporte comunitario de los fondos de inversión, o las que hacen mención a la consolidación de medidas de salvaguarda de la inversión. Es preciso señalar, no obstante, que el mercado financiero al por menor continúa fragmentado. La Comisión tiene intención por ello de facilitar el uso de cuentas bancarias entre Estados miembros, así como de romper barreras entre los mismos, de forma que los consumidores de

---

60. “*Motion for a European Parliament Resolution on the future of Hedge funds and Derivatives*” (2003/2082 (INI)).

61. Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (en inglés UCITS, *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*).

62. Conocidos como *master/feeder funds*.

la Unión, gracias a una información mayor y más clara, puedan adquirir fácilmente productos y servicios ofrecidos en los diversos países.

Por otro lado, tal y como preveía el Libro Verde, el 5 de diciembre de 2005 la Comisión Europea adoptó la decisión de crear un grupo de expertos en fondos de gestión alternativa para informar sobre el estado, la estructura y las tendencias de los fondos de capital riesgo (*private equity*) y de los *hedge funds*.

Con todo ello, es seguro que las jurisdicciones de los Estados miembros de la Unión Europea van a impulsar el desarrollo de la industria de los llamados *hedge funds* en los próximos años en el marco del debate sobre la conveniencia o no de elaborar una Directiva que armonice la regulación de este conjunto de instituciones.

Se analizan a continuación la situación en algunas de las jurisdicciones de la Unión Europea en las que se han observado avances normativos sobre la materia:

#### **4.1.1 Francia**

En noviembre de 2003, la Ley de Seguridad Financiera creó dos nuevos vehículos de inversión (OPCVM ARIA y OPCVM Contractuels), con la doble finalidad de:

- Permitir, de una parte, a los inversores el acceso a la gestión alternativa directa “on shore” en un marco regulatorio seguro, en el que las condiciones para dicho acceso queden adaptadas a la naturaleza de los inversores (distinguiendo entre inversores cualificados y los que no lo son) y al riesgo de los fondos en que se invierta; las reglas de información respondan a la especificidad de los fondos, a la estrategia que se pretenda llevar a cabo y a la sofisticación del inversor; y la liquidez de los productos se adapte a la naturaleza de las estrategias y de los inversores.
- Favorecer, de otra, la competitividad financiera francesa en esta materia.

En cuanto a dichos vehículos, se distinguen:

- “OPCVM ARIA” (*Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières Agréés à Règles D’investissement Allégées*): Se trata de fondos para los que quedan derogadas las reglas generales de dispersión de riesgos aplicables a los fondos de inversión comunes, y cuyo acceso para los inversores viene determinado por su perfil específico. Esta categoría de fondos puede a su vez dividirse en:
  - i. OPCVM ARIA simples.
  - ii. OPCVM ARIA à Effet de Levier (apalancados), que son similares a los anteriores con la posibilidad adicional de endeudarse hasta un 400% de su activo.
  - iii. OPCVM FA (fondos de fondos), que tienen estipulada una inversión mínima de 10.000 €.



- “OPCVM Contractuels” (Fondos Contractuales): Se definen como estructuras diseñadas para servir de vehículos de inversiones en cualquier tipo de instrumentos financieros o depósitos bancarios. En sus documentos constitutivos se fijan las restricciones y políticas de inversión. El acceso por los inversores depende de su perfil, si bien aquí los límites de entrada son más exigentes que en las anteriores.

En cuanto a los gestores de estos fondos, se les exige un capital igual o superior al 25% de sus gastos operativos, con un mínimo en cualquier caso de 50.000 €.

Finalmente, se puede señalar que existe el propósito de flexibilizar la normativa sobre la materia en tres aspectos: (i) relaciones entre el *prime broker* y el banco custodio, (ii) ajustes normativos en relación con los aseguradores y (iii) desaparición de cualquier tipo de discriminación fiscal para estos productos.

#### 4.1.2 Alemania

Con la Ley de Inversiones de 15 de diciembre de 2003 (*Investmentmodernisierungsgesetz*) surgen los llamados “Fondos de inversión con riesgos adicionales”, considerándose incluidos en esta categoría aquéllos cuyo reglamento prevea la utilización de derivados y/o las ventas en descubierto.

Este tipo de estructuras no puede comercializarse de forma pública. Los inversores particulares únicamente pueden acceder a ellas mediante la inversión en “Fondos de Fondos con riesgos adicionales”, que sí permiten la colocación pública.

Los “Fondos de Fondos con riesgos adicionales” sólo pueden invertir en otros de este tipo, manteniendo una liquidez del 49% del activo. Además, no pueden invertir más de un 20% de su activo en un único fondo, más de un 40% en fondos con la misma estrategia de inversiones, ni tampoco invertir en más de dos fondos con el mismo emisor y gestor. En cambio, sí pueden adquirir todas las acciones o participaciones emitidas por un solo “Fondo con riesgos adicionales”.

Los inversores en un “Fondo de Fondos con riesgos adicionales” deben comunicar su intención de reembolsar con una antelación mínima de 100 días naturales.

No existen requisitos de inversión mínima para los inversores.

Tampoco existe regulación específica sobre los gestores, no habiendo por tanto requisitos mínimos de capital.

Los *hedge funds* extranjeros han de quedar calificados como “fondos de inversión” conforme a derecho alemán, para que la BaFin llegue a autorizar la distribución pública de sus unidades.

A efectos fiscales, la normativa alemana califica a los fondos extranjeros en tres categorías, en función de una serie de parámetros como la existencia de un represen-

tante local para impuestos, el tipo de información que se le da a los inversores, etc; y con base en esa catalogación tienen un trato más o menos favorable: de bajo nivel/negros, de nivel medio/grises y de nivel alto/blancos.

Finalmente, está en preparación nueva normativa al objeto de, entre otros aspectos:

- flexibilizar la estrategia inversora de los *hedge funds*,
- flexibilizar el acceso del público a los fondos de *hedge funds* domiciliados en el extranjero y
- reducir discriminación fiscal respecto de los fondos domiciliados en el extranjero.

#### 4.1.3 Italia

En 1999 surgen los denominados “Fondos Especulativos” (en su doble vertiente de fondos individuales y fondos de fondos), que tienen las siguientes características:

- Estructura: Se pueden configurar como un fondo abierto o cerrado, o con cualquier otra estructura. Los procedimientos para la suscripción de participaciones deben especificarse en el reglamento del fondo.
- Tipos de inversión: pueden invertir en cualquier tipo de activos, debiéndose especificar en el reglamento del fondo.
- Las participaciones de estos fondos no pueden ofrecerse públicamente. La suscripción inicial mínima es de quinientos mil euros (si bien existe un proyecto normativo para reducir dicho importe a su mitad).
- El número mínimo de inversores en un *hedge fund* ha quedado fijado en 200.

Las sociedades gestoras deben de tener como objeto social exclusivo la constitución y gestión de fondos de inversión alternativa. Han de tener además un capital mínimo de 1.000.000 €.

Finalmente, cabe mencionar que se proyecta flexibilizar la materia en aspectos como: la reducción de la inversión mínima permitida, que pasaría de 500.000 € a 250.000 € y ligar los *unit links*<sup>63</sup> a estos fondos.

#### 4.1.4 Irlanda

Se contemplan:

- *Hedge funds*, que no pueden ser comercializados entre inversores minoristas, y que, a su vez, se clasifican en:

---

63. El *unit link* es un seguro de vida cuyo rendimiento está ligado a la evolución de diversos fondos de inversión o cestas de fondos. El titular del seguro tiene flexibilidad para elegir las opciones de inversión que considere más interesantes en cada momento, lo cual le permite adecuar su estrategia a la situación de los mercados financieros.

- i. Fondos para Inversores Profesionales (PIF's): con una suscripción mínima de 125.000 €, y restricciones de inversión y endeudamiento que se flexibilizan para casos concretos; y
  - ii. Fondos para Inversores Cualificados (QIF's): la suscripción mínima por inversor es de 250.000 €, y van dirigidos a inversores institucionales o de elevado patrimonio. No tienen límites de inversión ni de endeudamiento.
- Fondos de *hedge funds*, que sí pueden ser comercializados a minoristas, si bien se exige una inversión mínima de 12.500 € y determinados requisitos de diversificación de riesgos.

Los gestores deben estar autorizados por la IFSRA y contar con un capital mínimo de 50.000 € más tres meses del gasto anualizado.

Se exige un depositario o "trustee" irlandés, informes mensuales con detalle del valor liquidativo y del volumen de suscripciones y reembolsos, y estados financieros no auditados semestralmente, y auditados anualmente.

Los *hedge funds* domiciliados en el extranjero han de ser aprobados por el Banco Central de Irlanda. Muy pocos lo han conseguido hasta la fecha, y todos ellos para su distribución entre inversores institucionales.

Actualmente existen diversos proyectos normativos para, entre otros aspectos:

- flexibilizar el tratamiento de los *prime brokers*,
- flexibilizar el régimen de autorizaciones,
- establecer buenas prácticas.

#### 4.1.5 Luxemburgo

Los *hedge funds* o Fondos de Inversión Alternativa (FIA's) se contemplan en la Circular de la CSSF de 5 de diciembre de 2002, que distingue:

- Fondos de Inversión Alternativa (FIA's): Se les permite realizar ventas en descubierto, obtener préstamos de valores o efectivo con la finalidad de inversión, el uso de instrumentos derivados y algunas otras técnicas. Las reglas de diversificación de riesgos respecto de sus posiciones cortas y largas se expresan en porcentajes respecto de sus activos. La Circular no establece un nivel máximo de apalancamiento permitido, aunque exige que éste se exprese en el folleto.

Se pueden establecer FIA's tanto para clientes institucionales como para particulares, no exigiéndose mínimos de inversión inicial ni de inversión a mantener.

- Fondos de Fondos de Inversión Alternativa (FFIA's): No pueden invertir más del 20% de sus activos netos en un solo fondo. No existe límite respecto del porcentaje máximo de acciones o participaciones emitidos por un FIA.

La CSSF ha de aprobar la distribución a minoristas y a fondos de pensiones de los *hedge funds* domiciliados en el extranjero, exigiendo normas de supervisión prudencial adecuadas en el país de origen (en la práctica: UE, Canadá, USA, Japón, Hong Kong y Suiza).

Los gestores han de tener un capital mínimo de 125.000 o 1.500.000 €, dependiendo de que tengan su domicilio dentro o fuera de Luxemburgo.

Como últimas novedades normativas, cabe señalar que en marzo de 2004 se aprobó una nueva Ley sobre titulización, que contiene una mayor flexibilidad respecto de los vehículos de titulización que operan en Luxemburgo; y que en junio del mismo año se aprobó un Decreto ministerial al objeto de facilitar el listado de FIA'S y FFIA'S en la bolsa luxemburguesa.

#### 4.1.6 Reino Unido

Los *hedge funds* pueden registrarse en la FSA, pero el régimen fiscal que se les aplica los desincentiva, de modo que prácticamente todos los *hedge funds* que se comercializan en el Reino Unido están domiciliados en el extranjero. No existe una normativa específica que regule la comercialización de *hedge funds* en el Reino Unido.

Cuando se estructuran bajo la forma de sociedad colectiva limitada o como sociedad de inversión abierta, se suelen clasificar a efectos normativos como IIC no reguladas, ya que su estructura de toma de decisiones y la naturaleza de su actividad inversora hace que no sea posible catalogarlos como IIC reguladas.

Los *hedge funds* domiciliados en el extranjero y que no se clasifican como IIC están sujetos al régimen aplicable a las acciones de sociedades.

No se exige a los inversores una inversión mínima. Un inversor de Reino Unido puede acceder a los *hedge funds* por tres vías:

- Directamente, invirtiendo en *hedge funds* extranjeros, si bien pierde la protección que dispensa la Ley de Servicios Financieros británica.
- Invertir a través de un intermediario británico: los inversores clasificados como “inversores intermedios” y como “contraparte de mercado” (categorías que incluyen a inversores institucionales e individuos de grandes patrimonios) pueden invertir en IIC no reguladas.
- Invertir a través de una sociedad cotizada: la normativa para poder cotizar exige que la sociedad de inversión muestre una adecuada dispersión de riesgos, lo cual no suelen conseguir los *hedge funds* debido a la operativa a descubierto.

Los fondos de *hedge funds* pueden cotizar en el Reino Unido y de hecho lo hacen porque invierten sus carteras de *hedge funds* de forma que cumplen la normativa.

Las acciones de estas sociedades se comercializan al público en general de la misma forma que las acciones del resto de compañías cotizadas.

Las sociedades gestoras deben registrarse en la FSA si: a) su actividad incluye la gestión de activos de terceros que incluyan valores; b) si se contempla el asesoramiento sobre la compra, venta, suscripción o aseguramiento de una inversión.

A los gestores se les exigen normalmente 50.000 € de fondos propios más el importe de tres meses de gasto anualizado.

En marzo de 2003, la FSA publicó un resumen de los comentarios recibidos en su *Discussion Paper 16 (Hedge funds and the FSA<sup>64</sup>)*, en el que concluyó que:

- la regulación existente era apropiada para los gestores de *hedge funds* y, por tanto, no había necesidad de un régimen especial para ellos o de la introducción de un régimen supervisor.
- no existía gran demanda a los gestores de *hedge funds* de estos productos por los inversores minoristas, ni se espera que la hubiera en un futuro

En mayo de 2003, la FSA publicó el *Consultation Paper 185 (The CIS sourcebook – A new approach<sup>65</sup>)*. Este documento solicitaba puntos de vista de la industria de los gestores de inversión sobre un nuevo paquete de normas de aplicación a las IIC británicas, que incluyen un nuevo tipo de *non-UCITS* autorizada y que iría dirigida a inversores institucionales o personas que hubieran demostrado conocimientos y experiencia suficientes para entender los detalles y riesgos de un producto de mayor complejidad. Las nuevas estructuras tendrían unas reglas operacionales y de inversión mucho más flexibles que las exigibles a las destinadas a minoristas. En particular, se permitiría:

- el uso de derivados basados en instrumentos financieros y mercancías,
- tomar a préstamo hasta el 100% del valor neto de su activo, sujeto a una cobertura adecuada,
- realizar ventas en corto, sujeto a una cobertura adecuada; y
- que el fondo tenga capacidad para limitar sus reembolsos.

Este nuevo marco sería aceptable para determinados tipos de *hedge funds* domiciliados en el Reino Unido. Las anteriores reglas quedaron expuestas a consulta hasta octubre de 2003, habiendo introducido la FSA cambios definitivos en 2004 (con un periodo transitorio hasta 2007).

Se están igualmente revisando las normas fiscales al objeto de reducir la discriminación existente respecto de las inversiones en fondos *off-shore*.

Señalar finalmente que en junio de 2005 han aparecido dos publicaciones más de la FSA sobre esta materia: *“Hedge funds: A Discussion of Risks and Regulatory En-*

---

64. Papel de discusión 16: *“Hedge funds y la FSA”*.

65. Papel de consulta 185: *“El manual de las IIC: Una nueva aproximación”*.

*gagement*<sup>66</sup> y “*Wider Range of Retail Investment Products: Consumer Protection in a Rapidly Changing World*<sup>67</sup>”.

El primero de los documentos a debate hace referencia al impacto de los *hedge funds* en el mercado británico. Partiendo de la base de su positiva influencia sobre el sistema financiero en su conjunto (como generadores de liquidez, eficiencia y fuentes de diversificación en la inversión), la FSA identifica los riesgos derivados del desarrollo de esta industria (distorsiones en el mercado y deterioro de la confianza, desajustes de liquidez, insuficiente información para adoptar políticas regulatorias adecuadas, carencia de mecanismos de control por las gestoras, riesgos operacionales, riesgos de gestión, abuso de mercado, conflictos de interés, blanqueo de capitales, etc), enumerando una serie de acciones ya existentes que convendría incrementar (mayor diálogo con los participantes en el mercado, programas de mitigación de riesgos, modelos de valoración en situaciones extremas -*stress testing*-, etc), o bien planificar (creación de un centro de expertos en *hedge funds*, revisión de los modelos actualmente existentes para mediación de impactos, etc).

El segundo de los documentos tiene por objetivo el estímulo del debate acerca de las diferentes cuestiones que se han venido suscitando en los últimos años como consecuencia del desarrollo de productos de inversión sofisticados, entre los que se encuadrarían los *hedge funds*. A dichos efectos, identifica tres tipos de riesgo: (i) que los consumidores y compañías puedan no entender completamente estos productos; (ii) que los consumidores puedan llegar a confundirse por la diversidad de formas y canales de distribución de la mayor gama de productos ofrecidos; y (iii) que los consumidores puedan perder oportunidades de inversión como consecuencia de las restricciones actualmente existentes sobre productos no regulados.

## 4.2 Estados Unidos

Conforme a la Ley de Valores de 1933 (*Securities Act*), los *hedge funds* comercializados en EEUU deben vender sus participaciones de forma privada para evitar el requisito de registro, recogido en la Ley de Sociedades de Inversión de 1940.

Para determinar si hay oferta pública o privada de participaciones, la SEC y los tribunales tienen en cuenta el número de personas a las que se ofrece y la sofisticación de los mismos, la naturaleza de la información que se provee y la forma en la que se realiza la comercialización. La ley de 1933 permite la oferta a un número ilimitado de “inversores acreditados<sup>68</sup>” y hasta 35 inversores no acreditados. Asimismo, la ley prohíbe la oferta o venta de participaciones por medio de anuncios generales y venta al público de forma indiscriminada. No existe definición de estos términos, así que

---

66. “*Hedge funds: Discusión sobre los riesgos y los requisitos regulatorios*”.

67. “*Amplia gama de productos de inversión para el inversor minorista: protección del consumidor en un mundo de cambio rápido*”.

68. El inversor acreditado es aquel con un patrimonio neto superior a un millón de dólares o aquel con una renta superior a 200.000 dólares en los dos últimos años y la expectativa razonable de que alcanzará el mismo nivel de renta en el ejercicio de la inversión. También se encuentra en esta categoría determinados inversores institucionales cuyos activos superen los cinco millones de dólares.

la SEC se fija en la relación entre el emisor y el distribuidor, y en el método de comercialización para evaluar el cumplimiento de estos requisitos.

Los *hedge funds* y los fondos de *hedge funds* pueden evitar la obligación de tener que registrarse en la SEC en dos casos: a) No tienen más de 20 inversores y no se realiza oferta pública de valores; b) todos los propietarios son “inversores cualificados”<sup>69</sup>.

Las entidades gestoras de los *hedge funds* tampoco están obligadas a registrarse en la SEC si han tenido menos de 15 clientes en los doce meses precedentes, no se presentan al público como asesores de inversión y no realizan asesoramiento en materia de inversión a empresas de inversión registradas.

La mayor parte de los *hedge funds* tratan, a fin de evitar restricciones operativas y simplificar trámites burocráticos, de adherirse a alguna de las excepciones legalmente previstas en:

- La Ley de Sociedades de Inversión de 1940 (*The Investment Company Act*) y la Ley del Mercado de Valores de 1934 (*The Securities Exchange Act*): con base en estas normas la mayoría de los *hedge funds* obtienen excepción de registro cumpliendo con determinados requisitos en cuanto al número de inversores, características de estos, etc...
- Ley de Valores de 1933 (*The Securities Act*): regula las ofertas de valores en EEUU, pero la mayoría de los *hedge funds* queda exonerados de registro al ser ofrecidos únicamente a inversores acreditados.

Estas excepciones al registro de *hedge funds* han implicado en la práctica que estas estructuras hayan quedado reservadas a inversores de renta elevada, siendo los fondos de *hedge funds* la única vía accesible para el inversor minorista.

Se han de tener en consideración, además, las siguientes normas:

- Ley del Mercado de Mercancías (*The Commodity Exchange Act*): muchos *hedge funds* quedan registrados como “cestas de mercancías” (*pools de commodities*) para que puedan negociar contratos de futuros y opciones sobre éstas. Se requiere que se registre el asesor del fondo como operador de la “cesta”, que exista información disponible para el inversor, etc.
- Leyes Estatales en materia de valores (*The State Blue Sky Laws*): varían de Estado a Estado. Algunos Estados son muy restrictivos con la venta en corto de títulos, pero otros, los llamados *Blue Sky States*, como Delaware, son muy permisivos.
- Ley de Fondos de Pensiones y de activos elegibles por ellos (*The Employee Retirement Income Securities Act, ERISA*): un fondo puede quedar sujeto a las provi-

---

69. El inversor cualificado reúne principalmente a cualquier persona física o empresa familiar cuyas inversiones sean superiores a los cinco millones de dólares. No obstante, existen otras posibilidades para ser considerado inversor cualificado.

siones de ERISA, si más del 25% de cualquier clase de propietario del fondo está sujeto a planes de pensiones.

Apuntar, por último, que la SEC ha aprobado recientemente una nueva medida (así como una modificación de dos de las existentes) en relación con la Ley de Asesores de Inversión de 1940 (*Investment Advisers Act*), como resultado de las cuales los asesores de inversión (conforme a dicha ley) de los *hedge funds* (que son en la práctica sus gestores) tienen de plazo hasta el 1 de febrero de 2006 para registrarse obligatoriamente en la SEC.

### 4.3 Japón

La normativa japonesa se muestra bastante proclive a los *hedge funds*.

Los *hedge funds* son considerados “valores”, a los efectos de la Ley del mercado de valores japonesa y, por tanto, se encuentran disponibles para toda clase de inversores. Sin embargo, esta accesibilidad tiene su contrapartida en la necesidad de someterse a los mismos requisitos de registro e información que cualquier otro valor.

Hay que distinguir dos aspectos fundamentales en su regulación: la licencia que han de obtener quienes pretendan comercializar *hedge funds*, y los métodos y forma en que deben realizar la comercialización

En cuanto al primero de los aspectos, varios son los tipos de licencias previstas en la legislación japonesa:

- Licencia para asesoramiento en la inversión: permite a su titular asesorar a los clientes, pero no tomar dinero de ellos para su gestión o colocación, ni facilitarles formularios de suscripción o folletos de fondos.
- Licencia para la gestión discrecional de la inversión: permite a sus titulares tomar dinero de sus clientes y gestionar los fondos recibidos en forma discrecional. No permite sin embargo, al igual que la licencia antes referida, facilitar folletos de fondos o formularios de suscripción al objeto de vender un determinado fondo.
- Licencia para valores: permite comercializar y vender productos de inversión, pudiendo facilitarse, además, folletos y formularios de suscripción.
- Licencia para agentes de venta de valores: permite a los agentes de empresas de servicios de inversión registradas llevar a cabo en nombre de estas labores de comercialización.
- Licencia bancaria: los bancos han sido en Japón grandes distribuidores de productos de inversión a través de sus redes, incluyendo en los últimos años a los *hedge funds*.
- Licencia de fideicomiso: Hasta el 2004 las entidades de fideicomiso japonesas sólo estaban autorizadas a gestionar valores convencionales, dinero y activos inmobiliarios, pero ahora se les permite crear vehículos de inversión, incluyendo *hedge funds* y fondos de *hedge funds*.

En cuanto a las formas de comercialización de los *hedge funds*, se distinguen varias vías, dependiendo de los objetivos y del segmento del mercado a que vayan dirigidos:



- Oferta pública: buscan el mayor rango posible de inversores; es también el método más costoso.
- Pequeñas colocaciones privadas: se permite colocar hasta a 49 potenciales inversores minoristas y 250 institucionales cualificados en un periodo de hasta seis meses. Se debe tener en cuenta, no obstante, que son muy pocos los inversores que llegan a ser considerados inversores institucionales cualificados<sup>70</sup>.
- Colocación profesional privada: permite colocación ilimitada a los inversores institucionales cualificados, y es muy eficiente para colocaciones masivas a este tipo de inversores.
- Ventas no solicitadas. Finalmente, y como una excepción a todo lo anterior, es legalmente posible para los intermediarios extranjeros no registrados en Japón vender *hedge funds* a determinados inversores institucionales, si la venta se efectúa directamente desde el extranjero y no se lleva a cabo ninguna actividad al respecto en el país.

Es de destacar, por último, que en diciembre de 2004 la FSA japonesa ha publicado el llamado “Programa de Reforma Financiera” en el que se contempla el futuro desarrollo de toda una batería de medidas que persiguen la consecución de un sistema financiero más competitivo y abierto.

---

70. Una corporación del tamaño de Toyota Motors no lo ha sido.

## 4.4 Cuadro resumen

Jurisdicción	Tipología	Gestoras	Comercialización a minoristas	Inversión mínima	Penalización fiscal para extranjeros	Apalancamiento	Tendencias
<b>Francia</b>	OPCVM ARIA (Simples, Apalancados y Fondos de fondos) y OPCVM Contractuels.	Capital mínimo igual o superior al 25% de sus gastos operativos, con un mínimo de 50.000 €.	El acceso de minoristas a los distintos tipos de fondos viene condicionado por una serie de parámetros en función del riesgo asumido, por lo que en la práctica sólo los inversores cualificados tienen acceso a todos ellos.	10.000 € (ARIA), debiendo contar el fondo con un patrimonio mínimo de 160.000 €.	No consta.	El apalancamiento actualmente permitido es de tres veces los activos netos del fondo.	Flexibilización del regulador reflejada en (i) las relaciones entre el <i>prime broker</i> y el banco custodio (ii) ajustes normativos respecto de los aseguradores; y (iii) inexistencia de discriminaciones fiscales para estos productos.
<b>Alemania</b>	Fondos Individuales de Inversión Alternativa y Fondos de fondos de Inversión Alternativa.	No existen requisitos mínimos de capital.	El inversor minorista sólo puede invertir en fondos de fondos.	No está prevista.	Tras la reforma normativa de 2004, el tratamiento es muy similar para fondos domésticos y extranjeros, si bien en la práctica la distribución pública sólo se está efectuando con fondos de fondos domésticos.	Los fondos de fondos distribuidos en Alemania, domésticos o extranjeros, no pueden apalancarse.	Está en preparación nueva normativa al objeto de: (i) flexibilizar la estrategia inversora de los <i>hedge funds</i> en general, (ii) flexibilizar el acceso al público de los fondos de <i>hedge funds</i> ; y (iii) reducir discriminaciones fiscales respecto de los fondos extranjeros.
<b>Italia</b>	Fondos Individuales Especulativos y Fondos de fondos Especulativos.	Objeto social exclusivo y capital mínimo de 1.000.000 €.	El inversor minorista sólo puede invertir en fondos de fondos. El número mínimo de participantes ha pasado de 100 a 200.	500.000 € (en proyecto reducción a la mitad).	La fiscalidad para inversores individuales en fondos extranjeros es menos favorable que en domésticos.	No se contemplan límites específicos.	Se proyectan flexibilizaciones consistentes en: (i) reducción de la inversión mínima a 250.000 €, y (ii) ligar <i>unit links</i> a estos fondos.
<b>Irlanda</b>	Fondos Individuales (Fondos para Inversores Profesionales – PIF's- y Fondos para Inversores Cualificados – QIF's-) y Fondos de fondos.	Han de contar con un capital mínimo de 50.000 € más tres meses de gasto anualizado.	El inversor minorista sólo puede invertir en fondos de fondos.	PIF: 125.000 € QIF: 250.000 € F de F: 12.500 €	No consta.	Sólo los QIF's carecen de límites de endeudamiento.	Diversos proyectos normativos para flexibilizar tratamiento de <i>prime brokers</i> , régimen de autorizaciones y desarrollo de buenas prácticas.
<b>Luxemburgo</b>	Fondos Individuales de Inversión Alternativa (FIA'S) y Fondos de fondos de Inversión Alternativa (FFIA'S).	Han de contar con un capital mínimo de 125.000 € o de 1.500.000 €, en función de que tengan su domicilio dentro o fuera de Luxemburgo.	Ambos tipos de fondos pueden ser comercializados entre inversores minoristas.	No se prevén mínimos.	La CSSF ha de aprobar la distribución a minoristas y fondos de pensiones de los <i>hedge funds</i> domiciliados en el extranjero, exigiendo la existencia de normas de supervisión prudencial equivalentes en el país de origen.	En marzo de 2004 se aprobó una nueva Ley sobre titulación, que contempla un marco flexible para los vehículos de titulación en Luxemburgo. En junio de 2004 se aprueba un decreto ministerial para facilitar el listado de FIA'S y FFIA'S en la bolsa luxemburguesa.	

Jurisdicción	Tipología	Gestoras	Comercialización a minoristas	Inversión mínima	Penalización fiscal para extranjeros	Apalancamiento	Tendencias
Reino Unido	En la práctica, aunque no recogidos como tales legalmente, Fondos Individuales y Fondos de fondos.	Han de contar con un capital mínimo de 50.000 € más el importe de tres meses de gasto anualizado. Han de registrarse en la FSA si su actividad incluye la gestión de activos de terceros englobando valores, y si se contempla el asesoramiento sobre la compra, venta, suscripción o aseguramiento.	Los fondos individuales no pueden comercializarse actualmente a inversores minoristas, pero los fondos de fondos, que son sociedades de inversión admitidas a cotización en el Reino Unido, sí que pueden ser ofrecidos a este tipo de inversores.	No se contempla.	Los fondos off shore están clasificados a efectos fiscales como "cualificados" y "no-cualificados"; sólo los primeros tienen un tratamiento fiscal equivalente a los fondos autorizados.		En junio de 2005 la FSA publicó nuevos documentos de discusión: "Hedge funds: A discussion of risks and regulatory engagement", en el que se identifican los riesgos derivados del desarrollo de esta industria, enumerando las acciones que convendría incrementar o planificar; y "Wider range of retail investment products: Consumer protection in a rapidly changing world", en el que identifican igualmente riesgos vinculados al desarrollo de esta industria, con el ánimo de estimular el debate sobre la materia.
Estados Unidos	En la práctica, aunque no recogidos como tales legalmente, Fondos Individuales y Fondos de fondos.	Hasta la fecha pueden evitar el registro en la SEC si han tenido menos de 15 clientes en los 12 últimos meses, no se han presentado al público como asesores de inversión y no han realizado asesoramiento en materia de inversión; pero está prevista la necesidad de su inscripción antes de febrero de 2006.	En la práctica (al haberse acogido a las distintas excepciones legales existentes para su registro) la comercialización de hedge funds individuales ha quedado limitada a inversores de rentas elevadas, siendo los fondos de fondos la única vía accesible para los minoristas.	No se contempla.			Los asesores financieros de los hedge funds deberán registrarse en la SEC antes de febrero de 2006.
Japón	En la práctica, aunque no recogidos como tales legalmente, Fondos Individuales y Fondos de fondos.	Existen distintos tipos de licencia para la comercialización (de asesoramiento de inversión, para la gestión discrecional de la inversión, para valores, para agentes de venta de valores, banca-ria y de fideicomiso).	Existen distintas formas de distribución dependiendo de los objetivos y segmento del mercado al que vayan dirigidos (oferta pública, pequeñas colocaciones privadas, colocación profesional y ventas no solicitadas).	Se pueden efectuar pequeñas colocaciones privadas, de hasta 49 inversores minoristas y 250 institucionales, por un período de seis meses, de manera relativamente sencilla. También resulta posible efectuar ofertas públicas, si bien el coste y requisitos para ello son mucho más elevados (en la práctica sólo suele utilizarse para comercializar fondos de fondos).			El régimen jurídico es, por comparación al de otros países muy favorable al desarrollo de los hedge funds. En diciembre de 2004 la FSA publicó el llamado "Programa de Reforma Financiera" en el que se contempla el futuro desarrollo de toda una batería de medidas para hacer más competitivo y abierto el sistema financiero japonés.



## 5 Riesgo sistémico y otros riesgos de la actividad de los *hedge funds* sobre la estabilidad financiera y el funcionamiento de los mercados

Existe en la actualidad, por parte de los reguladores, una preocupación generalizada en relación con los riesgos adicionales que la actividad de los *hedge funds*, privilegiados por su carencia de regulación respecto a la inversión tradicional, puedan introducir y transmitir a los mercados, a otros participantes, a las entidades en las que invierten y al sistema financiero en su conjunto, especialmente a través de los bancos y brokers de los que obtienen financiación para su actividad y para los que constituyen una fuente creciente de negocio.

El presente apartado pretende reflexionar y profundizar sobre en qué manera y bajo qué circunstancias la actividad de los *hedge funds*, al margen de las limitaciones que la regulación impone a otros participantes profesionales, pueda suponer una amenaza para la estabilidad del sistema financiero y la confianza de los mercados; especialmente su papel en una potencial crisis de origen sistémico pero también en otras alteraciones en el normal funcionamiento de los mercados y en el proceso de formación de precios, así como en sus actuaciones concretas sobre las empresas de las que han adquirido participaciones a través de los mercados.

En este sentido, indicar que por riesgo sistémico se entiende la posibilidad de ocurrencia de una serie interrelacionada de impagos, normalmente con origen entre instituciones financieras, que tendría lugar en un momento concreto, a causa de un único suceso común<sup>71</sup>, y que se trasladaría en cadena afectando a todo el sistema crediticio, del que forman parte los operadores de los distintos mercados financieros, causando una crisis financiera global.

Una crisis de origen sistémico precipitaría tanto la exposición al riesgo de crédito como al riesgo de mercado de las entidades, pudiendo no sólo afectar al sistema crediticio tradicional (entendido como típicamente bancario) sino además desequilibrar los distintos mercados financieros, que se encuentran correlacionados entre sí, desestabilizando el sistema financiero en su conjunto<sup>72</sup>. La confianza de los mercados se vería seriamente mermada al alterarse la profundidad, liquidez, transparencia y, en definitiva, la eficiencia en el proceso de formación de los precios. Una reducción,

---

71. E.g.: el impago o riesgo de impago de una única entidad, sociedad o grupo, no necesariamente de naturaleza financiera.

72. En este sentido, destacar que el proceso de globalización favorece la interrelación creciente entre los mercados y la transmisión de la información con mayor agilidad, aun entre plataformas que negocian subyacentes de distinta naturaleza y entre los que no se aprecian a priori correlaciones estables.

en definitiva, de la calidad del mercado tendría consecuencias muy adversas extendiéndose a todos los participantes e inversores de dichos mercados<sup>73</sup> (miembros y operadores, grupos financieros -bancos y compañías de seguros- y no financieros, sociedades cotizadas, inversores institucionales y particulares,...).

El apartado se ha dividido en cuatro puntos:

- En el primero se hace un breve repaso de la mayor crisis sistémica generada hasta la fecha por la actividad de un único *hedge fund*, el Long Term Capital Management (LTCM) en 1998. La gestión y posterior reflexión de la comunidad financiera internacional sobre dicha crisis no solo sirvió para alertar a los reguladores de que el crecimiento de la actividad de los *hedge funds*, al margen de un mínimo control regulatorio, había llevado a uno de estos vehículos de inversión a adquirir tal grado de exposición al riesgo, que su quiebra tenía alcance potencial para desestabilizar el sistema financiero internacional en su conjunto. También ha servido para sacar a la luz y profundizar sobre los principales factores de *riesgo sistémico* que se pusieron de manifiesto durante la crisis.
- En el segundo punto se identifican las principales diferencias de la coyuntura actual con respecto a la acontecida en 1998, cuando la quiebra del LTCM podría haber llegado a colapsar el sistema financiero americano y por extensión el internacional. Estas diferencias hay que buscarlas en el desarrollo de la propia industria de *hedge funds* y en la experiencia en control de riesgos adquirida por las entidades financieras y los propios reguladores tras el estallido del LTCM.
- En tercer lugar, se analizan, en mayor profundidad y bajo el marco actual, los principales factores que pueden incidir tanto en la potencial generación de *riesgo sistémico* para los mercados, y concretamente para los españoles, por parte de los *hedge funds*, como en su capacidad como participantes privilegiados para impactar en la formación de los precios en determinados mercados, pudiendo alterar o en su caso desestabilizar la cotización de determinados valores. No pretende ser una lista cerrada ya que la experiencia hasta la fecha es muy limitada y concreta y potenciales crisis futuras podrían poner de manifiesto nuevos factores a considerar.
- Por último, en el cuarto punto, se recomienda el establecimiento de una serie de medidas orientadas a facilitar la actuación por parte de la CNMV ante posibles crisis potenciales futuras.

---

73. Principalmente a causa de la incertidumbre que se transmite al mercado y del efecto del drenaje global de liquidez (*liquidity drain*). Para cancelar la exposición al crédito inicial de las contrapartes se deshacen los colaterales y se produce el cierre en cadena de posiciones en los distintos mercados, lo que provoca movimientos extremos en los precios e incrementos de la volatilidad que alteran la percepción de los mercados y el funcionamiento de los modelos de control de riesgo que se basan en hipótesis, bajo condiciones de estabilidad y normalidad de los mercados. Esto obliga a los distintos participantes e inversores a deshacer en cadena sus posiciones, propagando la crisis.

Finalmente, no debe dejar de destacarse que aunque la actividad de los *hedge funds* no está carente de riesgos, estas instituciones de inversión alternativa juegan también un importante y positivo papel en la misma estabilidad de los mercados y del sistema financiero en general. Desde un punto de vista de eficiencia de los mercados cabe destacar que, i) contribuyen a la liquidez global y dotan de liquidez a determinados mercados poco profundos, ii) participan en los procesos de formación de precios, iii) contribuyen a la detección, gestión y reducción de ciertas ineficiencias en los mercados, y sin olvidar finalmente que iv) sus estrategias ofrecen a los diferentes inversores institucionales y particulares los beneficios de la diversificación.

## 5.1 Lecciones del caso Long Term Capital Management

El fondo Long Term Capital Management (LTCM) fue creado a principios de 1994. Desde su fundación había sido uno de los *hedge fund* de referencia tanto por la cuantía de su capital como por la categoría de sus accionistas y gestores entre los que se encontraban dos premios Nobel en Economía especializados en finanzas cuantitativas. Su estrategia de inversión era variada predominando las denominadas “*convergence trading*” (posiciones compensadas en dos activos correlacionados cuyo diferencial de precios debería moverse a favor) y “*dynamic hedge*” (gestión de riesgo de precio -no lineal sino en opciones- mediante compraventas periódicas del subyacente).

El LTCM llegó a tener posiciones nominales que superaban en 28 veces su capital. Entre enero y septiembre de 1998 el fondo perdió el 90% de este capital como consecuencia del deterioro crediticio de Rusia y otros países en los que el fondo había comprado bonos. La magnitud de las posiciones, su concentración y las contrapartidas implicadas (LTCM tenía abiertos más de 20.000 contratos) hizo intervenir a la Reserva Federal ante el temor que una quiebra del fondo supusiera:

- Una rápida liquidación de las posiciones del fondo que provocase significativos movimientos de precios en los mercados en los que LTCM era un participante activo.
- Un incremento del riesgo crediticio de las entidades financieras que habían dado contrapartida al LTCM y cuya quiebra les produciría pérdidas significativas que iniciarían un efecto contagio con consecuencias en los mercados financieros<sup>74</sup>.

### 5.1.1 Efecto potencial sobre los mercados financieros de la quiebra del LTCM

A diferencia de la situación de la crisis del Sistema Monetario Europeo en el ataque contra la libra esterlina liderado por el Fondo Quantum de George Soros, cuyo efecto aceleró la flotación libre de la moneda y en el que se puso de manifiesto el potencial efecto perturbador sobre los mercados financieros de los *hedge funds*, el impacto sobre los mercados del LTCM vendría no de su activa posición dominante, sino de una posible quiebra que iniciase una cascada de liquidaciones de posiciones por parte de sus contrapartidas.

---

74. El LTCM, según estimaciones del BIS, era en 1998 el participante mundial más activo en contratos *swaps* (permutas financieras) de tipos de interés.

En agosto de 1998, la crisis en Rusia había provocado una disminución significativa de la liquidez en los mercados emergentes debido a que muchas entidades se vieron forzadas a liquidar posiciones y mantener liquidez en activos de elevada calidad crediticia (*“flight to quality”*), como consecuencia de las pérdidas en que incurrieron. Al incrementarse la inversión en bonos de alta calidad, se ampliaron los diferenciales de tipos entre mercados emergentes y de alta calidad y los mercados de acciones experimentaron descensos significativos.

La posibilidad de que además el fondo LTCM quebrase habría agravado de manera muy significativa la crisis en los mercados, ya que las contrapartes del LTCM mantenían igualmente colateral como garantía del riesgo de crédito en el que incurrían con el fondo, y que también estaba materializado en su mayoría en activos de alta calidad crediticia, que en caso de quiebra habrían vendido para mitigar las pérdidas frente al LTCM, provocando variaciones de precios significativas en otros mercados ajenos a los que en principio experimentaron problemas, e iniciando un posible efecto de contagio indirecto.

### 5.1.2 Identificación de los factores de riesgo

Una de las principales conclusiones recogidas en el informe de abril de 1999 por el *“Grupo de Trabajo para el Presidente sobre Mercados Financieros”*<sup>75</sup>, creado en EEUU para analizar el caso del LTCM, era que si bien el apalancamiento puede jugar un papel positivo en el sistema financiero (incrementando la liquidez, facilitando un mejor acceso al crédito y una mejor asignación de recursos), los riesgos pueden aflorar cuando las instituciones financieras carecen de disciplina en la concesión de líneas de crédito a sus contrapartidas. Según el citado informe, el episodio del LTCM destacó la necesidad de que todos los participantes en el sistema financiero, y no sólo los *hedge funds*, tengan restricciones al nivel de apalancamiento que puedan asumir. El informe destaca que en las economías de mercado la limitación al endeudamiento proviene de la disciplina de las propias contrapartes. Esta disciplina se relaja en tiempos de expansión económica al estar las entidades de crédito menos preocupadas por los riesgos asumidos y más por obtener mejores rendimientos.

En el caso LTCM, los motivos fundamentales por los que las contrapartes permitieron un excesivo apalancamiento del fondo habría que buscarlos en que no se llegó a profundizar suficientemente en el entendimiento del perfil de riesgos del fondo y en que no se contemplaron de forma adecuada los riesgos de mercado y de liquidez que una posible quiebra del LTCM hubiera generado. Conforme se incrementaba el apalancamiento, igualmente crecía la complejidad, el volumen y la interrelación de las transacciones realizadas por el fondo, y por tanto aumentaban los riesgos asumidos, mientras que los sistemas de control establecidos infravaloraban las probabilidades de pérdidas significativas.

---

75. *“Hedge funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. Report of the President’s Working Group on Financial Markets”* (*“Hedge funds, apalancamiento y las lecciones del caso LTCM. Informe del Grupo de Trabajo para el Presidente sobre Mercados Financieros”*). EEUU. Abril 1999.



Las debilidades detectadas en los sistemas de control de riesgos de las entidades financieras contrapartes del LTCM motivaron la recomendación del grupo de trabajo de mejorar dichos sistemas, objetivo que compartió más tarde el Foro de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*) en su informe del “Grupo de Trabajo sobre Instituciones Altamente Apalancadas<sup>76</sup>”.

Puede resumirse por tanto, que el efecto perturbador que el colapso del LTCM hubiese podido tener sobre los mercados en los que concentraba significativas posiciones, se generó como consecuencia de dos factores principalmente:

- Un nivel de endeudamiento del fondo especialmente elevado (equivalente a 28:1), similar al de los mayores cinco bancos de inversión norteamericanos y superior al de los cinco mayores bancos comerciales (sobre 14:1), que en caso de quiebra hubiese supuesto para sus principales 17 contrapartidas, pérdidas de entre 3.000 y 5.000 millones de dólares y que suponía mantener posiciones nocionales de 1,4 billones de dólares en derivados (en torno a medio billón en mercados organizados, siendo el resto en OTC).
- Deficiencias en los sistemas de control de riesgo, especialmente en situaciones de falta de liquidez de los mercados, tanto de los gestores del LTCM como de las contrapartes, entidades de crédito y grandes brokers, que prestaban financiación y contrapartida al fondo y que infravaloraron las pérdidas potenciales que las posiciones del LTCM podrían suponer y especialmente el riesgo crediticio que asumían.

### 5.1.3 Actuaciones para evitar la propagación del riesgo sistémico

El factor definitivo que impidió la propagación del riesgo sistémico al sistema financiero americano y, por ende, el contagio al sistema crediticio internacional y a los mercados financieros internacionales y domésticos de terceros países y, por tanto, la desestabilización del sistema financiero global en su conjunto, fue la actuación conjunta de los reguladores y las contrapartes directas del LTCM, inicialmente afectadas por un posible impago del fondo y que podemos resumir en los siguientes pasos:

- Conocimiento oportuno de la crisis por parte del regulador. Las principales contrapartes afectadas, al detectar los problemas del LTCM para atender a sus pagos, pusieron la situación en conocimiento de los organismos reguladores competentes (encabezados por la FED<sup>77</sup>).
- Adecuada evaluación y comprensión de la magnitud de la crisis y actuación coordinada, por parte de las contrapartes y reguladores, en la búsqueda de una solución para acotar el impacto e impedir la propagación del riesgo al sistema crediti-

---

76. “*Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*”. *Financial Stability Forum*. Abril 2000.

77. Desde la aparición de los rumores en el mercado sobre la situación del LTCM (primera quincena de septiembre) hasta que se produjo el acuerdo de recapitalización del LTCM con la aprobación de la FED (23 de septiembre) transcurrieron solamente algunos días.

cio y a los diferentes mercados. Las contrapartes afectadas por la posible quiebra del LTCM, con el visto bueno del organismo regulador, exploraron conjuntamente las distintas alternativas hasta identificar aquella de menor impacto negativo para sus intereses colectivos.

- Puesta en marcha de un plan de salvamento y de recapitalización del fondo y de apoyo al sistema para evitar el riesgo de contagio. Con la aprobación de la FED, se constituyó un consorcio de 14 entidades financieras que aportó 3.600 millones de dólares al capital del fondo<sup>78</sup> y pasó a controlar la gestión operativa de la cartera para garantizar el cierre ordenado de las posiciones en sus mercados hasta reducir la excesiva exposición del fondo.

## 5.2 Situación actual de los *hedge funds*

### Cuadro 9 Resumen de las lecciones del caso LTCM (I)

---

**Caso LTCM:** Ante la crisis rusa de 1998, el fondo LTCM incurrió en cuantiosas pérdidas por asumir riesgos excesivos que pudieron derivar en la quiebra del fondo.

---

**Efecto potencial de la quiebra del LTCM:** Las contrapartes del fondo LTCM se habrían visto obligadas a liquidar sus colaterales provocando caídas en mercados ajenos a aquellos en los que se inició la crisis, que hubiese contagiado a otras entidades, afectando a su solvencia y a la del sistema en su conjunto.

---

### Cuadro 10 Resumen de las lecciones del caso LTCM (y II)

---

**Factores de riesgo que favorecieron la crisis:**

- Excesivo apalancamiento/ endeudamiento del fondo.
- Deficiente control de riesgos por parte de los gestores del fondo, especialmente en situaciones de falta de liquidez de los mercados.
- Deficiencias en los controles de riesgo por parte de las de las entidades de crédito y grandes brokers que prestaban financiación y contrapartida al fondo e infravaloraron asimismo los riesgos que asumían, especialmente el crediticio.

---

**Actuaciones que evitaron con éxito la propagación del riesgo sistémico:**

- Conocimiento oportuno de la situación por parte de los reguladores.
  - Adecuada evaluación y coordinación entre reguladores y contrapartes afectadas.
  - Rápida intervención para evitar el riesgo de contagio mediante un plan de apoyo financiero y de control que garantizase el salvamento del fondo y la reducción ordenada de sus posiciones en los mercados.
- 

La evolución de estos vehículos de la inversión alternativa ha estado ligada inicialmente a las secuelas de la crisis del LTCM en 1998. Aunque una cierta pérdida inicial de la reputación de la industria derivó en una actitud de mayor prudencia, tal y como hemos apuntado anteriormente, durante los últimos años hemos asistido a un fuerte desarrollo no solo de la industria de *hedge funds*, sino de los vehículos de inversión alternativa en general. Este desarrollo ha sido motivada básicamente por una fuerte demanda generalizada de rentabilidades más elevadas, alimentada por un entorno y unas expectativas futuras de bajos tipos de interés, y de elevada liquidez en el sistema, que por una parte reduce la aversión al riesgo de los inversores y por otra favorece la búsqueda de estrategias de diversificación de las carteras de inversión a

---

78. Tomando un 90% de participación en el capital del fondo.

largo plazo de los inversores institucionales más tradicionales, tales como los grandes fondos de pensiones y las compañías de seguros.

Todo ello favorece la percepción de que la fortaleza creciente de la industria y la actividad de los *hedge funds* puede suponer un incremento del riesgo para los mercados y el sistema con respecto a la situación tras la crisis de la industria en 1998. En este sentido podemos destacar como motivos principales:

- Incremento de la importancia relativa de una industria que, en términos generales, mantiene la condición de participante privilegiado al actuar sin estar sujeta a las limitaciones regulatorias de la inversión tradicional y en consecuencia sin transparencia suficiente, para que los reguladores puedan arbitrar acciones tendentes a mejorar el equilibrio.
- El aumento del número de fondos que se concentran en seguir estrategias similares en los mercados. En caso de condiciones de mercado adversas para una determinada estrategia, las pérdidas en las que incurren los fondos podrían extenderse a un gran número de éstos, viéndose forzados a cerrar sus posiciones de manera simultánea, con el consiguiente impacto en los mercados.
- En este mismo sentido, y debido a la creciente interrelación que se ha ido estableciendo entre la industria de *hedge funds* y muchas entidades financieras bancarias y brokers cuyas mesas de tesorería operan por cuenta propia con unidades organizadas y estrategias similares a las de los *hedge funds*, los efectos también serían aditivos en caso de un encadenamiento de las pérdidas.
- Las restricciones tradicionales, bien estructurales o en situaciones extremas, a la liquidez de los mercados, que puedan alterar la fiabilidad de las estimaciones de los modelos de valoración por no estar adecuadamente contempladas o suficientemente cubiertas por los sistemas de control de riesgos.
- Actividad creciente en los mercados financieros, jugando un papel positivo en la provisión de liquidez y eficiencia a los mercados, pero alcanzando niveles elevados de concentración de operaciones que podrían capacitarles para llegar a impactar en los procesos de formación de precios, incluso en los mercados internacionales y europeos más líquidos, o para sentirse tentados a incurrir en prácticas determinantes de situaciones de abuso de mercado.
- Por otra parte, la industria de *hedge funds* constituye una nueva fuente de ingresos con creciente peso específico en la actividad de banca de inversión de las grandes entidades que les prestan servicios de financiación y brokerage (*prime brokers*), con el consiguiente riesgo de concentración para los mismos.
- En paralelo, la creciente globalización mundial de la economía y de los mercados favorece la transferencia aún más rápida de los efectos de una potencial crisis de carácter sistémico, por lo que se hace más que nunca necesario adoptar una actitud preventiva. En este sentido, el inversor tipo de los *hedge funds* ha evolucionado desde 1998, pasando del inversor privado de renta elevada, a los inversores

institucionales de tipo tradicional, tales como fondos de pensiones y aseguradoras, que demandan este tipo de productos con el fin de obtener diversificaciones más eficientes a largo plazo para sus carteras, con el consiguiente traspaso del riesgo hacia otros sectores del sistema financiero.

- Por otra parte, estas entidades (fondos de pensiones y aseguradoras) también participan como tomadores de riesgo en los mercados de derivados del crédito, que han experimentado un fuerte desarrollo en este periodo. Esto implica ventajas por la dispersión del riesgo, pero también inconvenientes por la posible extensión del efecto contaminación en caso de concurrencia de una crisis de origen sistémico.

Igualmente, se pueden observar algunos factores, que han evolucionado favorablemente desde finales de los noventa, tales como:

- El papel positivo de los *hedge funds* en la provisión de liquidez y eficiencia a los mercados.
- Un menor grado de apalancamiento de los *hedge funds*. No se conoce en la actualidad la existencia de un fondo con un tamaño comparable al que llegó a tener el LTCM en términos de posiciones nocionales. Además de una menor utilización del apalancamiento, la mayoría de los *hedge funds* actuales serían relativamente pequeños, con un tamaño inferior a los 100 millones de dólares y aproximadamente un tercio de ellos con capital inferior a 25 millones de dólares, según diversas fuentes.
- Una cierta mejora de la transparencia en la información sobre la actividad del fondo. La incorporación de los inversores institucionales ha incrementado paralelamente las exigencias de información y control, profesionalizando la gestión de los *hedge funds* con el establecimiento de procesos de diligencia debida, sistemas de seguimiento periódico y la implantación de sistemas de control del riesgo operativo, aunque esta información sigue teniendo un cierto carácter privado y confidencial.
- Igualmente, se aprecia una mayor concienciación por parte de los controladores de riesgo de las entidades, y de la propia dirección de los fondos, así como de los reguladores y de los participantes del mercado en general, que contribuiría a facilitar una detección con mayor anticipación de una posible situación comprometida. En este sentido se constata una mejora y desarrollo de los sistemas de control de riesgos de crédito y de mercado por parte de los propios *hedge funds* y de las entidades financieras que les dan contrapartida. No obstante, se mantienen ciertas limitaciones en escenarios con situaciones extremas (tales como reducciones drásticas de la liquidez) y en cuanto a dificultades de adaptación de los modelos de valoración en riesgo más contrastados y extendidos por el mercado a las peculiaridades propias de su tipo de inversión, más sofisticada (no-linealidad de posiciones, asimetría de los rendimientos,...).

Cuadro 11 Resumen de los riesgos diferenciales de la industria de *hedge funds* respecto a 1998

**Negativos (incremento de los riesgos)**

- Incremento de la importancia relativa de la industria manteniendo la condición de participantes privilegiados sin sujeción a limitaciones regulatorias.
- Insuficiencia de la información para establecer acciones regulatorias.
- Aumento del número de *hedge funds* que se concentran en seguir estrategias similares y de otros participantes, bancos y brokers, que se suman a éstos, y que pueden verse obligados a actuar de forma simultánea ante una evolución negativa de los mercados.
- Restricciones a la liquidez de los mercados.
- Capacidad creciente para impactar la formación de precios incluso en los mercados internacionales y europeos más líquidos, pudiendo incurrir en situaciones de abuso de mercado.
- Riesgo de concentración por parte de las entidades que prestan servicios de financiación y brokerage a los *hedge funds*.
- Creciente globalización, con la incorporación a la actividad de nuevos inversores institucionales, que favorece la transferencia más rápida de los efectos de una potencial crisis sistémica.
- Desarrollo reciente de los mercados de derivados de crédito.

**Positivos (reducción de los riesgos)**

- El incremento de la actividad de los *hedge funds* también contribuye a la mejora de la liquidez y a la eficiencia del mercado.
- Menor grado de apalancamiento y menor tamaño de los *hedge funds*.
- Incremento de la transparencia en la información y sistemas de control de riesgo operativo propiciado por la incorporación al capital de los inversores institucionales.
- Mejora de los sistemas de control de riesgos de mercado y de crédito, por parte de los propios gestores.

### 5.3 Factores de riesgo de desestabilización del sistema y de los mercados financieros bajo la coyuntura actual

En este punto se pretende profundizar en los factores de riesgo más relevantes, bajo la coyuntura actual, entre los identificados en el punto anterior.

En primer lugar hay que advertir que no se trata de establecer una lista exhaustiva de la totalidad de riesgos que se derivan de la actividad de los *hedge funds*. Existen otros riesgos de consideración, que se han puesto de manifiesto durante el desarrollo de las investigaciones de este grupo de trabajo, pero que no estarían afectando tan directamente a la estabilidad y a la confianza de los mercados, por no estar íntimamente relacionados con la generación y propagación del *riesgo sistémico*, o con actuaciones que pudieran derivar en una situación de dominio sobre determinados mercados, o valores, o subyacentes individuales. Estos riesgos que no son, por tanto, el objeto de análisis de este punto, se refieren principalmente a:

- Conflictos de intereses por parte de los gestores y respecto a sus relaciones con inversores institucionales, de tal manera que estos últimos pueden, bien verse favorecidos en decisiones de inversión en perjuicio de otros accionistas o partícipes o favorecer ellos mismos a determinados *hedge funds* asumiendo riesgos excesivos en perjuicio de los intereses de los restantes accionistas o inversores<sup>79</sup>.

79. Por ejemplo, debido a los incentivos que puedan encontrar en la estructura de comisiones frente a la manejada por la inversión tradicional.

- Riesgos de tipo fiscal y/o legal por la complejidad de las estructuras empleadas por los *hedge funds* o la posibilidad de que se vean envueltos en operaciones en paraísos fiscales.
- Posibles implicaciones legales por la procedencia dudosa de los fondos aportados por accionistas u obtenidos para la financiación de los *hedge funds*, en relación con posibles acciones de blanqueo de capitales.
- Riesgo de fraude, proporcionando informes o valoraciones falsas a sus accionistas o partícipes y contrapartes o desviando los fondos aportados.

---

**Cuadro 12 Resumen de los riesgos que no son objeto de análisis por no afectar directamente a la estabilidad y confianza de los mercados**

---

- Conflictos de intereses por parte de gestores e inversores institucionales.
  - Riesgos de tipo fiscal y/o legal por estructuras y operaciones en paraísos fiscales.
  - Posibles implicaciones en acciones de blanqueo de capitales.
  - Riesgo de fraude.
- 

### **5.3.1 Riesgos genéricos y específicos para la estabilidad financiera y la confianza de los mercados**

Dado que el análisis se centra solamente en aquellos factores concretos de riesgo derivados de la actividad de los *hedge funds* que podrían suponer una amenaza para la estabilidad financiera y la confianza de los mercados, es conveniente profundizar en primer lugar en estos conceptos, efectuando la siguiente distinción en términos globales de riesgo:

- El riesgo de desencadenar una crisis de origen sistémico puede conllevar la desestabilización tanto de:
  - i. las entidades financieras, que dan contrapartida y proporcionan financiación y servicios de brokerage, (especialmente *prime brokers*), y a través de ellas a las demás entidades del sistema crediticio, como
  - ii. de los mercados financieros y sistemas de liquidación en los que operan y que pueden transmitirse a los restantes participantes de los mismos, así como a otros mercados, afectando a la confianza general en su funcionamiento.
- Asimismo, existen otros riesgos, no de tipo sistémico, por actuaciones recurrentes o puntuales de los *hedge funds* que pueden impactar en determinados mercados, o valores o subyacentes individuales, desequilibrando su negociación y que amenazan igualmente a la confianza:
  - i. Relativos a la introducción de alteraciones en la profundidad, liquidez y transparencia de los mercados o que dañan la eficiencia en el proceso de formación de precios de valores o subyacentes, o en la ejecución y liquidación de los contratos, es decir, una reducción de la “calidad” del mercado.

**Cuadro 13 Resumen de los riesgos potenciales y factores fuente específicos, bajo la coyuntura actual, que podrían afectar directamente a la estabilidad y confianza de los mercados**

Riesgos potenciales	Factores fuente específicos
<p><b>Riesgo sistémico:</b> Desestabilización del sistema crediticio y distorsión grave de los mercados erosionando su confianza y desencadenando una crisis para el conjunto del sistema, que afecte:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– a las contrapartes y <i>prime brokers</i> por sus posiciones frente a los <i>hedge funds</i>,</li> <li>– al funcionamiento de los mercados financieros y sistemas de liquidación y por extensión a los restantes participantes de los mismos.</li> </ul> <p><b>No sistémico:</b> Introducir alteraciones en el normal funcionamiento de los mercados y en el proceso de formación de precios de determinados valores y subyacentes, pero que no afecten al conjunto del sistema financiero, relativas a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Reducción de la calidad del mercado (profundidad, liquidez, transparencia, o eficiencia del proceso de formación de precios de determinados valores y subyacentes, o de la ejecución y liquidación de los contratos).</li> <li>– Conductas determinantes de abuso de mercado.</li> <li>– Actuaciones contra la estabilidad de las entidades en que toman participaciones.</li> </ul>	<p><b>Ausencia de regulación:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;&gt; Mantenimiento de un status de privilegio respecto a otros participantes, sin sujeción a limitaciones regulatorias.</li> <li>&lt;&gt; Insuficiencia de la información para establecer acciones regulatorias.</li> </ul> <p><b>Evolución de la estructura de la industria:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;&gt; Mejoran la eficiencia y liquidez de los mercados.</li> <li>&lt;&gt; Reducción de los niveles de apalancamiento.</li> <li>&lt;&lt; Incremento del número de <i>hedge funds</i> y otras entidades realizando estrategias similares.</li> <li>&lt;&lt; Restricciones a la liquidez de los mercados.</li> <li>&lt;&lt; Incremento de los volúmenes de concentración de los <i>hedge funds</i> y de su capacidad de impactar en determinados mercados y subyacentes, e incluso de incurrir en situaciones de abuso de mercado.</li> <li>&lt;&lt; Transferencia del riesgo de crédito: <ul style="list-style-type: none"> <li>– riesgo de concentración de las contrapartes, especialmente <i>prime brokers</i>,</li> <li>– incorporación creciente de nuevos participantes, tales como fondos de pensiones y aseguradoras,</li> <li>– desarrollo reciente de los mercados de derivados de riesgo de crédito.</li> </ul> </li> </ul> <p><b>Deficiencias en los sistemas de control interno:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Gestión de los riesgos de mercado, crédito y liquidez</li> <li>– Control del riesgo operacional</li> <li>– Debilidades en los sistemas de valoración</li> <li>&lt;&gt; Incremento de la transparencia en la información a partícipes y de la calidad de los sistemas de control de riesgo operativo contrastados por la realización periódica de procesos de diligencia debida por parte los inversores institucionales.</li> <li>&lt;&gt; Mejora continuada de los sistemas de gestión del riesgo por parte de los <i>hedge funds</i> y de contrapartidas y <i>prime brokers</i>.</li> <li>&lt;&lt; Aunque los sistemas de valoración han evolucionado, el riesgo de movimientos extremos en mercados con restricciones estructurales o puntuales de liquidez no está aún suficientemente contrastado.</li> </ul>

<< Factores que incrementan el riesgo.

<> Factores que reducen el riesgo o lo mantienen.

ii. Por conductas determinantes de situaciones de abuso de mercado (*market abuse*), tales como el empleo de información privilegiada (*insider trading*) o la manipulación de precios.

iii. Para la estabilidad de las entidades en las que invierten y toman participaciones los *hedge funds*, ya sea con criterios de permanencia, especulativos o de cobertura, por adquirir capacidad para ejercer una influencia notable en la gestión, o entrar en conflictos de interés con los restantes accionistas de estas entidades.

En el cuadro 13 se procede a resumir las anteriores reflexiones sobre riesgo sistémico y no sistémico, y con el fin de facilitar su análisis posterior, a estructurar los factores específicos o fuentes de riesgo más relevantes que podrían afectar a la estabilidad y confianza de los mercados bajo la coyuntura actual, y que se habían identificado en el punto 5.2.

La mayoría de estos factores pueden dar origen o ser relevantes en la transmisión, tanto del riesgo de tipo sistémico, afectando al sistema financiero en su conjunto, como del no sistémico, afectando solamente a determinados valores o mercados.

Es preciso destacar que algunos de estos factores no son exclusivos de la industria de *hedge funds*, sino que son aplicables a todos los actores en la actividad de gestión de carteras en general, si bien adquieren una mayor relevancia por las características diferenciales de este segmento de la industria de gestión alternativa que se han venido apuntando, tales como, i) su situación regulatoria privilegiada, ii) el rápido crecimiento de su actividad, iii) un cierto grado de inmadurez de la industria en determinados aspectos, iv) el empleo de herramientas sofisticadas de gestión y, v) su capacidad de tomar grandes posiciones en mercados internacionales y domésticos y de actuar en mercados emergentes, sin profundidad y poco líquidos, entre otras.

### **5.3.2 Factores de riesgo específico más destacables**

A continuación desarrollamos en mayor detalle los siguientes factores, que hemos identificado como las fuentes de riesgo más relevantes bajo la coyuntura actual y cuya evolución convendría someter a un seguimiento y vigilancia más estrecha.

#### **Niveles de apalancamiento**

El apalancamiento financiero (*leverage*) de las entidades implica una serie de efectos beneficiosos para el sistema financiero como son, el incremento de la liquidez, el hecho de favorecer un mejor acceso al crédito y una mejor asignación de los recursos de las entidades. No obstante, unos elevados ratios de apalancamiento tienen potenciales efectos desestabilizadores sobre los mercados financieros por dos vías, principalmente:

- Permiten mayor capacidad para constituir grandes posiciones sobre valores, lo que puede provocar que el impacto en la formación de precios llegue a ser significativo, especialmente en mercados estrechos e incluso en valores líquidos pero en situaciones de crisis de liquidez.



- Incrementa la exposición crediticia de las entidades financieras a los *hedge funds* y en casos de impago (*default*) de éstos, provocar la liquidación de posiciones en momentos de tensión del mercado, exacerbando los movimientos de precios.

Tal y como ya hemos indicado con anterioridad, los niveles de apalancamiento que mantuvo el fondo LTCM (de 28:1) eran muy elevados, sólo comparables a los que mantenían en esas fechas los grandes bancos de inversión<sup>80</sup>. Sin embargo, no son equiparables a los niveles actuales de apalancamiento mantenidos por los *hedge funds*<sup>81</sup>.

De acuerdo con la publicación del Banco Central Europeo “*Financial Stability Review*” (“Evaluación de la Estabilidad Financiera”) de diciembre de 2004, el apalancamiento actual de los *hedge funds* varía de manera significativa de acuerdo con el tamaño del fondo presentando niveles más altos, los de mayor tamaño. No obstante más del 80% de los fondos estarían manteniendo niveles inferiores a 2:1<sup>82</sup>, aspecto que confirman otras fuentes que estimarían que en torno al 84% de los *hedge funds* no superan el ratio de apalancamiento de 2:1 y que únicamente un 2% superan el ratio 5:1<sup>83</sup>.

#### *Apalancamiento, estrategias, subyacentes y diversificación*

Como ya se ha comentado, no existe una única clasificación consensuada de los *hedge funds*, pero para los fines de este apartado, y atendiendo al tipo de estrategias ejecutadas, podemos avanzar una categorización en los siguientes grandes grupos:

**Cuadro 14 Categorización de las estrategias de los *hedge funds***

<b>Single- Strategy</b> (Única estrategia):	– Especializados en un solo tipo de estrategia.
<b>Directional</b> (Direccionales):	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Long/ short equity hedge (coberturas en posiciones largas/ cortas en renta variable).</li> <li>– Global macro (con base en previsiones sobre la evolución de las variables macroeconómicas).</li> <li>– Short bias (con sesgo en posiciones cortas).</li> <li>– Emerging markets (mercados emergentes).</li> <li>– Managed futures (gestión de futuros).</li> </ul>
<b>Market Neutral</b> (No direccionales)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Fixed income arbitrage (arbitraje de renta fija).</li> <li>– Convertible arbitrage (arbitraje de convertibles).</li> <li>– Equity market neutral (no direccional en renta variable).</li> </ul>
<b>Event Driven</b> (Dirigidos por un acontecimiento):	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Merger arbitrage (arbitraje de fusiones).</li> <li>– Distressed/high- yield securities (valores en dificultades).</li> <li>– Regulation “D” (en valores emitidos por compañías con necesidades especiales de financiación, acogidas a esta normativa de EEUU).</li> </ul>
<b>Multi-strategy</b> (Multi- estrategia)	– Diversifican invirtiendo en distintos tipos de estrategias.
<b>Funds of Funds</b> (Fondos de Fondos)	– Seleccionan y gestionan una cartera de <i>hedge funds</i> en vez de ejecutar directamente estrategias en mercado.

80. Goldman Sachs Group 34:1, Lehman Brothers Holdings 28:1, Merrill Lynch & Co 30:1.

81. “*Financial Stability Review*”. *European Central Bank*. Junio 2005.

82. Véase apartado 2 del documento.

83. “*Comments of Hennessee Group LLC*” for the U.S Securities and Exchange Commission Roundtable on *hedge funds*. Mayo 2003.

La evaluación de un adecuado nivel de apalancamiento debe analizarse en función del estilo de inversión del fondo, ya que diferentes estrategias necesitan de diferentes niveles de apalancamiento. En este sentido, se observa que son los fondos que realizan estrategias de arbitraje de renta fija y de convertibles, los que utilizan en mayor medida el apalancamiento<sup>84</sup>, estando la media ponderada por activos, para los de renta fija en 8,3:1 y en 3:0 para los de convertibles<sup>85</sup>. Les siguen los macro globales y los de gestión con futuros, ya que ambas estrategias requieren del uso de derivados para alcanzar los niveles de exposición deseados. En cuanto a los fondos de fondos, estarían entre los menos apalancados.

Si se atiende al tipo de subyacente, en líneas generales se estima que los fondos basados en renta variable mantienen niveles de aproximadamente 3 veces el valor de sus activos, mientras que los fondos basados en renta fija estarían por encima de cinco veces el total de sus activos, en promedio<sup>86</sup>.

Por otra parte, un elevado apalancamiento unido a una baja diversificación de las inversiones (concentradas en pocos subyacentes o pocos mercados, especialmente si son poco líquidos) incrementa sustancialmente el riesgo. En este sentido, dos fondos que utilizasen el mismo tipo de estrategia largo/corto, y tuviesen igual nivel de apalancamiento, no presentarían el mismo riesgo potencial si uno estuviese concentrado en un solo mercado y dos únicos valores, mientras que el otro manejase una cartera de varios activos negociados en diferentes mercados internacionales con baja correlación entre ellos.

#### *Límites al apalancamiento en la normativa española*

El artículo 43.h) del Real Decreto por el que se aprueba el nuevo Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de Noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, establece restricciones al apalancamiento de los *hedge funds* (Fondos de Inversión Libre), estableciendo un límite genérico al endeudamiento del fondo, que no podrá superar en cinco veces el valor de su patrimonio.

A efectos de establecer comparaciones, conviene destacar que el apalancamiento financiero<sup>87</sup> y el apalancamiento contable (medido por los ratios de endeudamiento) presentan diferencias de cálculo. La Circular determina qué pasivos concretos computan para el cálculo de dicho endeudamiento y para la obtención del límite. A este respecto conviene precisar que el cálculo del endeudamiento, entendido en sentido estricto, no estaría incluyendo la totalidad de las fuentes de financiación a las que tienen acceso los *hedge funds*, ya que más allá del clásico crédito bancario, existen otras vías de obtención de recursos que permiten el desarrollo de estrategias apalan-

---

84. Para incrementar los rendimientos de su estrategia de riesgo relativamente reducido por la compensación de posiciones de signo contrario.

85. Fuentes: "Hedge funds and their Implications for Financial Stability". Banco Central Europeo. Agosto 2005. y Datos del *Center for International Securities and Derivatives Markets, CISDM* (Centro de los Mercados de Valores y de Derivados Internacionales).

86. "Hedge funds viewed from a single market perspective" ("Hedge funds desde la perspectiva de un mercado único"). ECOFIN. Julio 2005.

87. Al que se refieren las estadísticas manejadas anteriormente.

cadadas, en las que los *hedge funds* son muy activos, y que no estarían, por tanto, sujetas a limitación alguna. Entre ellas destaca el préstamo de valores, la financiación mediante simultáneas o mediante derivados, las ventas de opciones, o también el acceso a determinados contratos de permutas financieras (*swaps*), por ejemplo. Las contrapartes de estas posiciones cuando se negocian en mercados bilaterales o las cámaras de contrapartida, en su caso, estarían asumiendo igualmente riesgo de crédito ante los *hedge funds* por estas actividades.

Por otra parte, hay que señalar que si se considerasen las partidas anteriores para el computo del límite al endeudamiento (establecido en cinco veces) podría estarse restringiendo en exceso la actividad de los fondos que necesiten de mayores niveles de apalancamiento para desarrollar determinados tipos de estrategias (tales como el arbitraje de renta fija y de convertibles). Del mismo modo, al tratarse de un límite genérico, para cualquier tipo de *hedge fund*, aquellos que desarrollen estrategias que requieran de un menor consumo de niveles de endeudamiento (e.g.: en torno a dos veces), podrían estar adquiriendo un riesgo excesivo a través de un apalancamiento más elevado, aún manteniéndose por debajo del límite establecido en la norma (cinco veces). Por este motivo, el límite al endeudamiento establecido debe interpretarse con cautela. La evaluación del riesgo a través del apalancamiento exige de un análisis amplio que incluya todas las líneas de financiación, además del endeudamiento directo y a la vez detallado y específico, considerando líneas de negocio, tipos de estrategia, y niveles de concentración y diversificación en activos y subyacentes.

#### **Incremento del número de entidades que se concentran en estrategias similares (*crowding of trades*)**

Desde la casi quiebra del LTCM el mapa de la industria de los *hedge funds* ha cambiado de manera significativa. El incidente, tras un periodo de elevada repercusión mediática, no sólo no supuso la desaparición de la industria sino que el número de *hedge funds* ha pasado de los, aproximadamente 3.500 existentes en enero de 1999, a los cerca de 8.000 en enero de 2004, con unos activos en gestión cercanos al billón de dólares<sup>88</sup>. Es más, la baja correlación histórica de los rendimientos de los *hedge funds* con los principales índices bursátiles ha convertido a este tipo de gestión alternativa en una opción de diversificación de carteras de creciente interés lo que ha motivado:

- un incremento del número de *hedge funds* y del activo manejado por éstos,
- que algunas cuentas propias en bancos y brokers se gestionen siguiendo estrategias de inversión similares a las de los *hedge funds*.

Estas dos circunstancias constituyen una nueva fuente de preocupación sobre el impacto de los *hedge funds* en los mercados, que ya empiezan a destacar algunos organismos como el Banco Central Europeo y la FSA<sup>89</sup>. A diferencia del caso LTCM,

---

88. Según datos del *Center for International Securities and Derivatives Markets* contrastados con las diversas fuentes manejadas en la elaboración de este documento.

89. “*Financial Stability Review*” (“Evaluación de la Estabilidad Financiera”). Banco Central Europeo. Junio 2005. y “*Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement*” (“*Hedge funds: Una discusión sobre los riesgos y los requisitos regulatorios*”). Financial Services Authority (FSA). Junio 2005.

el riesgo hoy en día no se centraría en la existencia de fondos individuales de gran tamaño, sino en el efecto acumulativo sobre los mercados de un grupo de fondos pequeños y medianos y de otros participantes que utilizan estrategias similares y, en consecuencia, se mantienen invertidos en activos similares, lo que está incrementando los temores a que las posiciones globales de los *hedge funds* comiencen a tener el mismo signo y se concentren sobre los mismos activos, reaccionando al unísono ante los movimientos de los mercados.

A este aspecto se añade que la tendencia a la baja que vienen experimentando los rendimientos de la industria, al actuar en competencia con un número cada vez más elevado de gestores que desarrollan y explotan oportunidades similares, invita a los *hedge funds* a asumir mayores riesgos, empeorando su binomio rentabilidad/riesgo.

En situaciones normales, y como consecuencia de una diversidad de factores tales como suficiente liquidez, controles de riesgo apropiados y capacidad para operar en los mejores momentos (*market timing*), la profusión de fondos con estrategias y posiciones similares no genera problemas. Sin embargo, bajo situaciones de tensión en los mercados como sucedió en la crisis de Rusia de 1998, la liquidación de posiciones en pérdidas puede volverse muy complicada y presentar un impacto muy significativo sobre los mercados. De ahí la creciente preocupación por el potencial impacto de los *hedge funds* en los mercados financieros, que además se ve reforzada por la operativa afín de las cuentas propias de bancos y otras entidades financieras.

Este riesgo derivado de la concentración de entidades en estrategias similares sería especialmente elevado para las categorías de renta fija y de arbitraje de convertibles, que además tienen los ratios de apalancamiento más elevados y, en consecuencia, las posiciones mayores. En el momento actual, parece que el mayor riesgo de iniciar una crisis sistémica estaría en los mercados de renta fija, donde los *hedge funds* están siendo especialmente activos en algunos segmentos (como el de convertibles, donde varias fuentes constatan cuotas de concentración de más del 70%) durante los últimos años, seguidos de cerca por los de derivados (especialmente los de crédito) y en menor medida en los de renta variable.

#### **Restricciones a la liquidez de los mercados y riesgo de movimientos extremos, no contrastados en los modelos de valoración**

Además de las implicaciones sobre la liquidez de los mercados de los elevados niveles de apalancamiento y el efecto de la concentración de entidades en estrategias similares, el potencial impacto de los *hedge funds* sobre los mercados financieros está condicionado no sólo por la propia magnitud de sus operaciones, sino también por las características estructurales de la liquidez en dichos mercados. La misma estrategia realizada sobre diferentes valores puede tener una incidencia muy diferente sobre el proceso de formación de precios.

Los *hedge funds*, como es lógico, prefieren para sus inversiones mercados de elevada liquidez donde además sus transacciones no sean fácilmente identificables con el fin de mantener la privacidad de sus estrategias. Sin embargo, y aunque deliberadamente los *hedge funds* traten de excluir ciertos mercados y/o valores de menor

liquidez, situaciones de crisis como la sucedida en 1998 pueden “drenar” mercados inicialmente líquidos y dejar “atrapados” a los fondos en inversiones de las que es muy difícil deshacerse.

Por otra parte, el incremento de la competencia y la caída de las rentabilidades reducen las oportunidades de negocio en las estrategias más extendidas y en los mercados más líquidos, empujando a determinados gestores a la búsqueda de nuevas ineficiencias en mercados cada vez más exóticos y cada vez menos líquidos<sup>90</sup>.

Aun habiendo mejorado los sistemas y modelos de gestión de riesgos desde 1999 y tras la experiencia del LTCM<sup>91</sup>, es cierto que en la actualidad aún queda pendiente por desarrollar en la práctica modelos que provean de una mejor estimación de las pérdidas potenciales en situaciones de “no-normalidad” y con dificultades de liquidez, en mercados poco líquidos<sup>92</sup>, o presumiblemente líquidos pero que cambian su comportamiento en situaciones extremas de restricciones de liquidez (“*liquidity drain*”<sup>93</sup>) y en los que las posiciones no puedan liquidarse *de facto*, y, por tanto, pueden experimentar movimientos extremos de precios. En el caso de las estrategias realizadas por los *hedge funds*, la no-linealidad de sus posiciones ante la existencia de instrumentos derivados y la asimetría de sus rendimientos<sup>94</sup> complica aún más los cálculos y la correcta obtención del valor en riesgo del fondo.

En este mismo sentido, el Fondo Monetario Internacional<sup>95</sup> ha destacado como una nueva fuente de riesgo de liquidez que puede amplificar las variaciones normales de los mercados financieros, la reciente proliferación de complejos y apalancados instrumentos financieros entre los que se incluyen los derivados sobre crédito y los productos estructurados, tales como los *CDS* y *CDO*<sup>96</sup>. Con un mercado secundario reducido, la valoración de estos instrumentos depende de modelos cuantitativos de desarrollo muy reciente (*market to model*) y nunca probados en situaciones extremas. Ello podría hacer que las señales de inversión o desinversión en estos instrumentos se hagan en el mismo momento para todos los participantes con el peligro

---

90. Casos de los mercados *Asset Backed Securities* (ABS): valores respaldados por activos y concretamente el *Mortgage Backed Securities* (MBS): mercado de deuda hipotecaria colateralizada, de un elevado número de activos pero de liquidez muy reducida.

91. Al extenderse la utilización de los modelos tipo VaR (*Value at Risk*, o Valor en Riesgo).

92. Véanse los casos de *Credit Default/Debt Obligations* (CDO): mercado de riesgo de crédito instrumentalizados mediante derivados sobre obligaciones de deuda o de *Asset Backed Securities* (ABS) y concretamente el *Mortgage Backed Securities* (MBS): mercado de deuda hipotecaria colateralizada, de un elevado número de activos pero de liquidez muy reducida.

93. Véase nota al pie 78.

94. Esto se debe a la existencia de “colas” asimétricas en las distribuciones de probabilidad de los rendimientos, no registradas por los modelos de riesgo utilizados, que en la práctica derivan en pérdidas de mayor tamaño que los beneficios ante movimientos -subida/bajadas- de igual cuantía en los precios de los subyacentes.

95. *Global Financial Stability Report* (Informe sobre Estabilidad Financiera Global). *International Monetary Fund* (Fondo Monetario Internacional). Abril 2005.

96. *Credit Default/Debt Swaps* (CDS): permutas financieras sobre riesgo de crédito y *Credit Default Obligations* (CDO): mercado de riesgo de crédito instrumentalizados mediante derivados en obligaciones de deuda.

de incurrir en los problemas destacados en el apartado anterior, dándose además la circunstancia de que este tipo de productos suele encontrarse concentrado en las carteras de un número bastante limitado de entidades.

Por último, no hay que olvidar el riesgo de desequilibrios (*mismatching*) entre la liquidez de los activos y la que el fondo ofrece a sus partícipes, al producirse cancelaciones masivas de las participaciones en los *hedge funds* como consecuencia de salidas estratégicas de partícipes o a causa de malos resultados en periodos anteriores, e incluso las cancelaciones a iniciativa del propio *hedge fund*, ante un periodo de baja rentabilidad en una inversión o en un activo determinado.

Si bien lo habitual es que las entidades busquen medidas de protección, generalmente estableciendo periodos de cierre o simplemente liquidez periódica a sus partícipes<sup>97</sup> para poder garantizarse capacidad de reacción y márgenes de tiempo suficientes para deshacer sus posiciones y coberturas de forma ordenada en los mercados donde negocien, sin afectar el precio en su contra, en algunas situaciones, estas medidas de protección pueden revelarse como insuficientes. Factores como un elevado tamaño de las posiciones, la inversión en instrumentos complejos en mercados ilíquidos o una errónea estimación del precio por parte de los modelos, podrían poner en aprietos al fondo para cumplir con el compromiso de liquidez adquirido, viéndose obligados a tener que cancelar importantes posiciones con fecha límite y con ello generar tensiones de liquidez en los mercados.

### **Concentración de los *hedge funds* en determinados mercados y subyacentes**

Otro de los aspectos a considerar de la actuación de los *hedge funds* sobre los mercados financieros es su importancia relativa tanto a nivel individual como colectivo, en relación con el número de participantes totales, que puede permitirles adquirir capacidad suficiente para impactar en el mercado o mercados en los que estén actuando.

Existe por tanto un riesgo real de que los *hedge funds* puedan estar introduciendo alteraciones en el normal funcionamiento de los mercados e impactando en el proceso de formación de los precios de algunos valores o subyacentes, o los procesos de ejecución y liquidación de los contratos, que pueden derivar en una reducción de la calidad del mercado, bien por afectar a la profundidad, a los niveles de liquidez, a la transparencia o en general a la eficiencia global del proceso.

Tal y como se ha comentado anteriormente, en relación con la concentración de entidades en estrategias similares, el mayor riesgo en la actualidad estaría en los mercados de arbitraje de renta fija, donde el segmento de los bonos convertibles es el que concentra una mayor actividad de los *hedge funds*. Varios informes estiman que la actividad de los *hedge funds* puede estar superando el 70% (rondando los 2/3) de cuota de este mercado. También el segmento de los derivados sobre crédito concentra una importante actividad de los *hedge funds*.

---

97. Es habitual establecer restricciones a la salida (periodos de cierre o *lock up period*) de un mínimo del primer año y fijar los periodos de salida con baja frecuencia: semestral, trimestral o mensual en el mejor de los casos.

En los mercados de renta variable la participación no estaría tan concentrada en términos globales, pero debido al uso extendido del apalancamiento y a la elevada rotación de las carteras, su participación efectiva representaría entre un 10% y un 30% de la negociación global, y se ha estimado que en mercados como el *New York Stock Exchange* (NYSE, Bolsa de Nueva York) y el *London Stock Exchange* (LSE, Bolsa de Londres) ya estarían concentrando entre un tercio y la mitad de la negociación diaria. Aunque en términos globales no puede concluirse una clara posición de dominancia, sí podrían estarlo en situaciones puntuales y en valores concretos, especialmente en la actuación de algunos fondos de arbitraje como los de convertibles y los dirigidos por acontecimientos, que se materializa en entradas y salidas en determinados valores de renta variable, a veces de estrecha liquidez, cuando detectan oportunidades de negocio, y por periodos de tiempo relativamente cortos<sup>98</sup>.

#### *La crisis de General Motors y Ford*

El ejemplo más reciente de impacto global de la actividad de los *hedge funds* en los mercados tuvo lugar entre finales de 2004 y el primer semestre de 2005 en los mercados de deuda sobre General Motors (GM) y Ford y en los de CDS (*Credit Default Swaps*) y CDO (*Credit Default Obligations*) cuyas referencias incluían estos valores. Además de la concentración de *hedge funds* en estos mercados, sus estrategias de arbitraje de crédito y convertibles eran similares (compraban deuda, vendiendo acciones y protección contra rebajas en la calificación crediticia en el mercado de CDS y CDO). Por este motivo, cuando se produjeron las sucesivas rebajas crediticias de las dos compañías, se vieron obligados a cerrar sus posiciones ante las pérdidas en las que incurrían. El mercado que se vio más afectado fue el de derivados de riesgo de crédito (CDS), generándose un aumento significativo en los diferenciales durante varios días del mes de mayo de 2005, tras varios meses de reducción de los mismos. Al interrumpirse la tendencia a la baja de los diferenciales, se rompieron también las correlaciones entre los precios de los distintos tramos, invalidando los esquemas de cobertura de las operaciones.

El efecto más inmediato se produjo en la propia industria ya que en mayo de 2005 se vieron afectadas las rentabilidades reconocidas por numerosos *hedge funds*, y de fondos de *hedge funds*. Incluso hubo rumores de quiebra de alguno de los principales *hedge funds* estadounidenses, que posteriormente no se confirmaron y durante unos días afectaron a la cotización de dos entidades financieras por su relación con el fondo (*prime broker* y accionista relevante del *hedge fund*). En España, el contagio se hizo notar en la rentabilidad de varios fondos de gestión alternativa, que estaban invertidos en cestas e índices en los que participaban supuestamente un fondo francés que habría invertido en estas estrategias y que habría venido a perder el equivalente a la rentabilidad acumulada durante el año.

El proceso de liquidación de posiciones y sus efectos sobre el mercado de deuda de GM y Ford pudo ser similar al experimentado tras la crisis de Rusia y la casi quiebra

---

98. Diversas fuentes: *Watson Wyatt LLP March 2005*; *Financial Services Authority*, Junio 2005; ECOFIN, Julio 2005.



del LTCM, pero en esta ocasión y a diferencia de lo sucedido en 1998 el impacto en otros mercados se vio muy reducido y limitado. Por una parte, los mercados habían venido anticipando la rebaja de la calidad crediticia de GM y Ford, teniendo oportunidad de ajustar sus carteras de forma ordenada. Además, ambas entidades siguieron permaneciendo como contribuidores en varios índices a pesar de la rebaja crediticia, lo que mantenía la liquidez de los valores. Finalmente, cabe destacar la favorable situación de los mercados, en sendas alcistas que ayudaron a absorber las pérdidas y el menor apalancamiento y mayor diversificación de la mayoría de las entidades implicadas, que resultaron ser mejores a los esperados, por lo que el efecto se fue diluyendo sin llegar a propagarse el riesgo sistémico.

### **Abuso de mercado**

Algunos fondos operan en la frontera de las prácticas aceptables determinantes de situaciones de abuso de mercado, por conductas tales como el empleo de información privilegiada o la manipulación de precios del mercado. Por otra parte y debido a la cuantía de las comisiones y las estrechas relaciones que mantienen con sus contrapartidas, podrían asimismo crear incentivos para que otros incurrieran en estas malas prácticas.

En este sentido cabe destacar que ciertos *hedge funds* pueden tener acceso a determinada información de carácter relevante, posicionándose con ventaja con anterioridad a que haya sido puesta en conocimiento del resto del mercado. Este riesgo sería particularmente significativo en estrategias propiciadas o dirigidas por un acontecimiento o de arbitraje de convertibles.

Finalmente cabe señalar que también existe el riesgo de que algunos fondos puedan verse tentados a tomar ventaja de su tamaño o a iniciar rumores de mercado, para deliberadamente mover los precios a su favor cuando van a iniciar inversiones, o tomar posiciones en corto, o salir de determinados valores o subyacentes<sup>99</sup>.

### **Transferencia del riesgo de crédito. El papel de los *prime brokers* y de los derivados de riesgo de crédito**

Los *hedge funds* se sirven de las entidades financieras, principalmente bancos y brokers, para llevar a cabo sus operaciones en el mercado. Estas entidades además de ofrecer contrapartida a los *hedge funds*, dan servicios de intermediación, liquidación y custodia de las posiciones y transacciones realizadas en los mercados financieros, y ofrecen préstamo de efectivo y de valores, por lo que asumen frente a los *hedge funds* riesgo de crédito.

Tal y como se ha destacado con anterioridad, esta fuente de negocio comienza a adquirir notable relevancia. Se estima que la actividad de los *hedge funds* estaría generando cerca de un 12,5% de los ingresos totales de la banca de inversión (9,5% derivado de la contratación de estas instituciones y 3% derivado de los servicios de

---

99. Estas conductas estarían contempladas e infringirían lo dispuesto en las Directivas de Abuso de Mercado de transposición inmediata a la normativa española.



*prime brokerage*), si bien el Banco Central Europeo y el ECOFIN señalan que para algunos bancos de la zona del euro, la actividad de *prime brokerage* ya estaría representando entre el 25% y el 40% del total de los ingresos por negociación y comisiones de sus cuentas de resultados<sup>100 101</sup>.

Precisamente, la concentración de riesgo de crédito frente a los *hedge funds* por parte de estas entidades supervisadas puede ser la principal fuente de propagación de las pérdidas en que incurre un *hedge fund*<sup>102</sup>.

Existe además el agravante de que una amplia mayoría de *hedge funds*, especialmente los de mayor tamaño, tienden a concentrar este servicio en pocos o incluso en un solo *prime broker* con el fin de reducir los costes. Si a esto añadimos que, en parte, debido a los movimientos de concentración bancaria a nivel global, los *prime brokers* de mayor reconocimiento constituyen un grupo muy reducido y están altamente demandados por la calidad de sus servicios, se concluye que las entidades financieras especializadas en esta actividad pueden estar asumiendo importantes riesgos de concentración frente a los *hedge funds*, sobre todo en caso de situaciones de tensión paralelas en varios de ellos al mismo tiempo.

Una de las primeras medidas que tomarían los *prime brokers* afectados por un impago o la quiebra de un *hedge fund* al que hubiesen concedido líneas de crédito sería liquidar las garantías, normalmente valores, que mantuviesen a su disposición deshaciendo sus posiciones. Sin embargo, como ya se ha visto en anteriores apartados, esta medida podría no ser posible por la situación de liquidez de los mercados o porque se extremasen los movimientos de precios afectando finalmente a los mercados. De esta manera, podría producirse un efecto contagio al resto de participantes con impacto sobre los demás mercados financieros<sup>103</sup>.

Finalmente, cabe señalar que la consolidación de un nuevo segmento de instrumentos derivados sobre el riesgo de crédito con todas las ventajas de distribución de ries-

---

100. "Hedge funds viewed from a single market perspective" ("Hedge funds desde la perspectiva de un mercado único"). ECOFIN. Julio 2005.

101. En un informe reciente de noviembre de 2005 denominado "Large EU banks' exposures to hedge funds" ("Exposiciones de los grandes bancos de la UE a los *hedge funds*"), el BCE expone las conclusiones de una encuesta que ha realizado en 14 países europeos y señala que la exposición de los grandes bancos europeos a los *hedge funds* varía de estado a estado y que, si bien en términos absolutos y relativos no es excesiva, está creciendo a tasas elevadas. Además, indica que existen áreas de mejora en los sistemas de gestión del riesgo de los bancos (disciplina en el tratamiento del riesgo de contrapartida, modelos de valoración en situaciones extremas, agregación de las exposiciones de la entidad a los *hedge funds*, análisis de la información que proporcionan los *hedge funds* (apalancamiento, posición financiera, etc.).

102. Este fue uno de los motivos que propició la intervención de la FED en el caso del LTCM: el número y magnitud de las contrapartidas bancarias del fondo que asumirían pérdidas significativas.

103. Tal y como se ha observado en el caso del LTCM, lo deseable es gestionar una salida ordenada de las posiciones. Sin embargo, presiones tales como limitaciones financieras de la entidad, de liquidez de los mercados, falta de acuerdo con las contrapartes o en el seno de la misma entidad, o simplemente una reacción de pánico, pueden impedirlo. En el caso del LTCM, la intervención de los reguladores y la coordinación de las contrapartes implicadas permitió obtener el apoyo financiero suficiente para garantizar el cierre ordenado de las posiciones.

gos que suponen, también puede contribuir a extender problemas crediticios o anteriormente se contenían en el mercado de deuda corporativa y de acciones.

Los *hedge funds* son participantes en este mercado de riesgo de crédito además de otras entidades financieras como los fondos de pensiones y las compañías de seguros. Dado que estas últimas instituciones constituyen uno de los segmentos de inversores más activos en *hedge funds*, en el caso de que se desencadenase una crisis sistémica, existe una considerable probabilidad de que la contaminación alcanzase a un mayor número de entidades, trasladándose a otros segmentos del mercado e instituciones que en épocas pasadas no tenían un papel tan activo.

#### Cuadro 15 Factores de riesgo específico más destacables, que han sido objeto de seguimiento

##### En relación con la evolución de la estructura de la industria:

- <> Evolución de los niveles de apalancamiento.
- << Incremento del número de *hedge funds* y otras entidades realizando estrategias similares.
- << Restricciones por la liquidez de los mercados.
- << Incremento de la concentración de los *hedge funds* y de su capacidad de impactar en determinados mercados y subyacentes, e incluso de incurrir en situaciones de abuso de mercado.
- << Transferencia del riesgo de crédito:
  - riesgo de concentración de las contrapartes, especialmente *prime brokers*,
  - incorporación creciente de nuevos participantes, fondos de pensiones y aseguradoras,
  - desarrollo reciente de los mercados de derivados de riesgo de crédito.

##### En relación con posibles deficiencias en los sistemas de control interno:

- << Debilidades en los sistemas de valoración: aunque los sistemas de valoración han evolucionado, el riesgo de movimientos extremos en mercados con restricciones estructurales o puntuales de liquidez, no está aún suficientemente contrastado.

- << Factores que incrementan el riesgo.
- <> Factores que reducen el riesgo o lo mantienen.

## 5.4 Conclusiones y líneas de actuación

Tal y como se ha indicado al inicio del apartado, la actividad de los *hedge funds* tiene efectos positivos destacables, especialmente relacionados con el incremento de la liquidez y la eficiencia de los mercados.

A lo largo de este apartado se ha constatado una serie de mejoras en la industria que reducen algunos de los riesgos existentes respecto a la situación de finales de los noventa. A pesar de la ausencia de datos de máxima fiabilidad sobre la actividad de la industria, la información disponible indicaría que el clima de riesgo puede ser más favorable que antes de la crisis del LTCM en cuanto a los siguientes aspectos:

- Existe confianza en que la industria tiene potencial para gestionar adecuadamente los riesgos de la actividad. Especialmente hay constancia de que se ha progresado en el desarrollo e implantación de herramientas de gestión de riesgos más sofisticadas y en el establecimiento de controles de riesgo operativo más eficientes, tanto por parte de los fondos como de sus contrapartes.

- En términos generales, se observa que los niveles de apalancamiento de los *hedge funds* son más bajos, y se ha incrementado el número de participantes. No parece que hoy en día haya *hedge funds* de gran tamaño operando con un excesivo grado de exposición al riesgo, por lo que la probabilidad de que la quiebra de uno solo de estos fondos pueda llegar a desestabilizar a todo el mercado en su conjunto sería comparativamente menor.

No obstante, se han identificado una serie de factores que podrían suponer una amenaza para la estabilidad del sistema financiero y la confianza de los mercados y que podrían beneficiarse de ciertas acciones específicas orientadas a mitigar en lo posible dichos riesgos. En este sentido cabe destacar lo siguiente:

- Existe evidencia de que un gran número de participantes comparte los mismos objetivos y de que estarían siguiendo estrategias y tomando posiciones similares, moviéndose prácticamente al unísono, lo que puede derivar en distorsiones en el mercado, especialmente en caso de salidas simultáneas ante el acontecimiento de alguna caída o crisis del mercado. En el escenario actual sería más probable que aconteciera la quiebra de varios *hedge funds* pequeños o medianos, que concentrasen posiciones del mismo signo, que la quiebra de un único fondo de gran tamaño.
- A esto se añade que se observa la existencia de un número creciente de entidades de crédito y brokers que están tomando riesgo a través de estrategias similares a las de los *hedge funds*, agravando el riesgo de concentración anteriormente descrito. Además, bajo estas condiciones, movimientos contrarios del mercado pueden transferirse a terceros, no sólo a través de las relaciones directas que los fondos mantienen con sus *prime brokers*, sino que de forma biunívoca, también la crisis de un solo *prime broker* de gran tamaño podría extenderse a un conjunto de *hedge funds*, afectando de forma simultánea las posiciones por cuenta propia de las entidades y las carteras gestionadas por estos fondos.
- El riesgo de liquidez, o más bien la posible falta de liquidez relativa de los mercados para absorber la actividad de los *hedge funds* sigue siendo una de las principales fuentes de preocupación. Por un lado, los modelos de valoración siguen teniendo ciertas limitaciones en cuanto a la estimación de los riesgos en situaciones extremas de drenaje de liquidez en los mercados, o cuando un número elevado de participantes intenta deshacer sus posiciones al mismo tiempo<sup>104</sup>. Por otro lado, del mismo modo que los *hedge funds* suministran liquidez al mercado, se aprecia en paralelo una concentración importante de la misma en manos de estos participantes, lo que implica una capacidad creciente para impactar y, en determinadas ocasiones, distorsionar el normal proceso de formación de precios,

---

104. Los movimientos extremos de los mercados (*long tail events*) requieren cierta atención especial, ya que estas crisis se producen cada cierto tiempo y distorsionan el comportamiento normal de los mercados. Además, los bajos niveles de volatilidad que viene registrándose en los mercados desde hace más de un año, reducen la medias históricas y de algún modo también podrían estar infravalorando las estimaciones de riesgo efectuadas por los modelos VaR (*Value-at-Risk*) ante situaciones de crisis.

favoreciendo asimismo la posibilidad de conductas de abuso de mercado. Esta situación se agrava en mercados de productos complejos o de reciente desarrollo y baja liquidez, y en los que los *hedge funds* se sienten motivados a actuar, ante la reducción de las oportunidades de negocio en los mercados más consolidados y de mayores niveles de liquidez.

- Es preciso indicar, por último, que la entrada de nuevos jugadores y la afluencia de nuevos capitales provenientes de accionistas institucionales, especialmente compañías de seguros y fondos de pensiones, así como de minoristas a través de formulas tales como los fondos de fondos o los productos estructurados, igualmente reduce las oportunidades de obtener mejores rentabilidades marginales, gestionando las ineficiencias de los mercados. Por este motivo, las entidades pueden verse abocadas a incrementar los riesgos asumidos para alcanzar los objetivos de rentabilidad que se han fijado, o a entrar en mercados más complejos y menos líquidos en busca de estas oportunidades. Por otra parte, se facilita la dispersión, con el riesgo de contaminación a un mayor número de participantes del conjunto del sector financiero, ante el acontecimiento de una crisis de tipo sistémico, especialmente si se toma en consideración que muchos de estos nuevos inversores institucionales en *hedge funds* participan como tomadores de riesgo en lo mercados de derivados de crédito, que han experimentado un desarrollo sustancial en los últimos años.

A lo largo de este análisis se ha puesto de manifiesto que para implementar acciones regulatorias tendentes a mitigar los riesgos anteriores y que puedan ser eficientes, los escollos más graves residen:

- tanto en la elevada movilidad y naturaleza transnacional de la industria de los *hedge funds*, muchos de los cuales actúan como operadores globales,
- como en la falta de transparencia y limitaciones a la difusión de información a la que los reguladores tiene acceso en relación a la actividad de los *hedge funds* que operan los mercados bajo su ámbito de supervisión, ya que a pesar de que se aprecia una cierta mejora de la transparencia interna hacia sus inversores institucionales, los *hedge funds* no han incrementado por sí mismos la difusión y transparencia exterior en el grado que sería deseable para los fines de los reguladores.

Conviene recordar que el organismo regulador competente en el control de los *hedge funds* registrados bajo su jurisdicción no tiene porque coincidir con los organismos competentes en la supervisión de los mercados en los que dichos *hedge funds* actúan. En el contexto actual, los reguladores de una amplia mayoría de los mercados europeos carecen de competencias directas en la supervisión prudencial de una parte relevante de los *hedge funds* que operan en sus mercados, ya que al no ser entidades residentes, competen a otros organismos reguladores fuera de sus fronteras<sup>105</sup>.

---

105. Tal y como se indica en el apartado 2 de este documento de trabajo, aproximadamente la mitad de los *hedge funds* están domiciliados en entornos no regulados (*off-shore*), y de los que lo están en entornos regulados (*on-shore*), el 35% estaría domiciliado en EEUU. Por gestoras, mas del 60% estaría localizado en EEUU, y en torno a un 32% en Europa, por lo que con excepción del 18% en Reino Unido, el número de gestoras residentes en los países de la Unión Europea es muy bajo, y en conjunto no superaría en la actualidad en torno a un 14%.

La entrada en vigor del nuevo Real Decreto de IIC habilita un cierto control de la actividad de los *hedge funds* autorizados bajo la normativa española, pero seguirían fuera de su ámbito directo de supervisión una parte importante de los *hedge funds* con capacidad para operar sobre los mercados españoles o que puedan impactarlos a través de sus actuaciones en otras plataformas más globales con las que los mercados españoles mantengan una alta correlación.

Por otra parte, cualquier acción normativa independiente de una jurisdicción, al margen de la coordinación y consenso con los demás supervisores europeos podría incentivar el arbitraje regulatorio, en detrimento del desarrollo equilibrado de la industria.

No obstante, y en vista de que la vía regulatoria directa tendría un impacto previsiblemente limitado, se valoran medidas de actuación alternativas como las siguientes:

- Ante la amenaza de eventos, amagos o el acontecimiento de posibles crisis sistémicas, mediante el establecimiento coordinado de planes de actuación conjunta con los restantes reguladores españoles y europeos, para que puedan calibrarse de forma ágil y poner en práctica las medidas oportunas para evitar o gestionar de la manera más eficiente una salida a dichas situaciones.
- Con carácter preventivo, medidas orientadas a reducir la probabilidad de que se introduzcan perturbaciones en la negociación y liquidación de determinados valores y subyacentes, o se practiquen conductas determinantes de abuso de mercado o que puedan alterar la estabilidad de las entidades en las que participen *hedge funds*, pero que no afecten al conjunto del sistema.

Dentro de las medidas de carácter preventivo, se consideran futuras acciones, tales como:

- Coordinación con los demás reguladores españoles y con otros reguladores en los foros europeos e internacionales a los que asiste la CNMV, en la búsqueda de nuevas vías de mejora regulatoria y no regulatoria, mediante:
  - i. La elaboración de análisis periódicos de la actividad de la Industria de Gestión Alternativa y concretamente de los *hedge funds* y más concretamente del ambiente de riesgo de ocurrencia de una crisis sistémica global y de otras alteraciones de los mercados por su actividad.
  - ii. La adopción de acciones regulatorias conjuntas, tendentes, entre otras, a mejorar la transparencia de la información disponible, tanto pública, para los propios participantes, como la que pueda intercambiarse entre reguladores, y que favorezcan la liquidación ordenada de las posiciones en los mercados, organizados y OTC, especialmente en situaciones de restricción de liquidez.
- Promoción de foros de contacto y puesta en común de experiencias que favorezcan el diálogo y el conocimiento de la evolución de la industria, sin que su finalidad sea necesariamente plantear cambios normativos: i) con el conjunto la

industria de *hedge funds* y de la gestión alternativa que opera en España y ii) con las entidades con las que mantienen relaciones comerciales, ya sean reguladas y se encuentren bajo el ámbito directo de la supervisión prudencial de la CNMV<sup>106</sup> como por ser iii) entidades activas en mercados españoles bajo la supervisión de la CNMV, o iv) europeas bajo la supervisión de reguladores de nuestro entorno, o por mantener relaciones con v) inversores españoles. El establecimiento de estos canales de comunicación alternativos permitiría:

i. Incidir en el desarrollo de mejoras en las herramientas de gestión, control de riesgos y de valoración de los productos más innovadores y complejos, y especialmente en escenarios extremos y de baja liquidez de los mercados.

ii. Promover la observancia de buenas prácticas de mercado en lo referente a situaciones determinantes de manipulación y uso de información privilegiada, contempladas en las Directivas de Abuso de Mercado.

iii. Fomentar medidas tendentes a incrementar, en términos generales, la transparencia, calidad y difusión de la información emitida por los *hedge funds*, y más concretamente de su actividad en los mercados, incluyendo aquellos mercados OTC, de carácter bilateral, que constituyen una fuente de financiación adicional para estrategias apalancadas y en las que los *hedge funds* son especialmente activos, tales como el préstamo de valores, la operativa con simultáneas, la venta de opciones o de contratos de permutas financieras (*swaps*).

iv. El mantenimiento un canal de comunicación abierto, frente a necesidades puntuales de información de los reguladores o ante la amenaza de impagos o quiebras u otros acontecimientos de los mercados que pudieran desencadenar el inicio de una crisis sistémica o de alteraciones que impacten en la negociación, que podría obtenerse con carácter reservado y bajo acuerdo de confidencialidad.

---

106. Es decir, sobre los *hedge funds* registrados conforme al Real Decreto de IIC y respecto de las empresas de servicios de inversión y entidades financieras bajo supervisión de la CNMV, que inviertan, operen o den contrapartida o servicios de *prime broker* a los *hedge funds* o a sus gestoras, tanto residentes como no residentes en España.

**Cuadro 16 Resumen de las recomendaciones sobre riesgo sistémico y estabilidad de los mercados financieros**

---

**Observaciones:**

---

- Los reguladores de una amplia mayoría de los mercados europeos carecen de competencias de supervisión prudencial sobre una parte relevante de los *hedge funds* que operan en sus mercados, ya que no son residentes y competen a otros organismos reguladores.
  - Cualquier acción normativa independiente de una jurisdicción, al margen de la coordinación y consenso con los demás supervisores europeos podría incentivar al arbitraje regulatorio, en detrimento del desarrollo equilibrado de la industria.
- 

**Medidas de actuación alternativas:**

---

- a) Medidas ante el posible inicio de una crisis de tipo sistémico
    - Coordinación de planes de contingencia coordinados con los reguladores españoles y europeos.
  - b) Medidas de carácter preventivo
    - Coordinación con reguladores españoles, europeos e internacionales la búsqueda de nuevas vías de mejoras regulatorias y no regulatorias:
      - Mediante análisis periódicos de la actividad de la industria y del ambiente de riesgo y otras alteraciones en los mercados, y propuestas para mejorar la transparencia de la información, y favorecer la liquidación ordenada de las posiciones en los mercados organizados y OTC, especialmente en situaciones de restricciones de liquidez.
    - Promoción de foros de contacto e intercambio de experiencias con el conjunto de la industria de *hedge funds* que opera en España y con las entidades con las que mantienen relaciones, para:
      - Incidir en el desarrollo de mejoras en las herramientas de gestión y control de riesgos, y de valoración de los productos más innovadores y complejos, y en escenarios extremos y de baja liquidez de los mercados.
      - Promover la observancia de buenas prácticas de mercado para erradicar situaciones de abuso de mercado, uso de información privilegiada y manipulación de mercado.
      - Fomentar medidas tendentes a incrementar la transparencia, calidad y difusión de la información emitida por los *hedge funds* y mantener un canal de comunicación abierto, frente a necesidades puntuales de información de la CNMV, para aclarar posibles alteraciones en los mercados.
-





## 6 Protección del inversor en la comercialización de los *hedge funds*

### 6.1 Introducción

La industria de *hedge funds* presenta un elevado grado de heterogeneidad y diversos niveles de riesgos. En un principio, y según la regulación prevista en el ordenamiento español, se puede diferenciar entre los *hedge funds*, los fondos de *hedge funds* o aquellos productos estructurados que utilicen como referencia o subyacente un fondo de *hedge funds*<sup>107</sup>.

El objetivo de este capítulo es señalar las cautelas que un inversor minorista debe tener en el caso de desear colocar sus ahorros en este tipo de productos. Desde un punto de vista técnico, la Directiva 2004/39/CE relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros considera que la mayor experiencia inversora y conocimiento de los mercados financieros junto con un elevado respaldo patrimonial son las tres características esenciales que distinguen a los inversores cualificados o profesionales respecto a los minoristas. Desde la propia experiencia de la CNMV, se podría decir, además, que en un número elevado de casos, el inversor minorista suele mostrar un grado de aversión al riesgo mayor.

Con carácter general, se puede afirmar que los *hedge funds* presentan ciertas características que los hacen poco adecuados para inversores minoristas como son: escasa liquidez, mayores niveles de riesgo que pueden llegar a asumirse, falta de transparencia de la inversión realizada, posible opacidad de costes y comisiones, complejidad del producto y de las estrategias de inversión empleadas, etc... En algunas jurisdicciones, los *hedge funds* llegan al minorista a través de otro tipo de productos (estructuras, seguros, etc.) que permiten reducir los aspectos más negativos para los inversores particulares derivados de su menor capacidad de información y análisis, aunque a cambio de una menor rentabilidad.

La regulación recientemente aprobada en España ha abierto la posibilidad de introducir estos productos en el mercado español. Este proceso se ha llevado a cabo sin descuidar la protección de los inversores minoristas y teniendo en cuenta la experiencia acumulada por la CNMV por lo que se refiere al perfil del inversor y a la estructura de la industria financiera española.

---

107. Se emplea esta terminología por comodidad, aunque es preciso recordar que de acuerdo con el nuevo reglamento de IIC se denominan "IIC de inversión libre" e "IIC de IIC de inversión libre".

En consecuencia, se plantean los siguientes objetivos:

- Conciliar el desarrollo de la industria de *hedge funds* en España con una adecuada protección de los minoristas.
- Valorar previsiones o cautelas específicas a considerar en la comercialización de estos productos.

## 6.2 Análisis de las previsiones normativas desde la perspectiva del inversor minorista

El reglamento concibe los *hedge funds* como un producto destinado a inversores cualificados y los fondos de *hedge funds* como la variedad que se podrá colocar entre el público minorista<sup>108</sup>. A continuación se analizan dos aspectos derivados de las previsiones normativas que son especialmente relevantes desde la perspectiva del inversor minorista: los relacionados con los límites de acceso y con el régimen de liquidez del producto.

### 6.2.1 Establecimiento de límites de acceso

En general, las limitaciones para el acceso de los particulares a este producto suelen tener dos procedencias: las de tipo regulatorio y las que derivan de la propia práctica de los mercados. En relación con las primeras, algunas jurisdicciones establecen límites cuantitativos para invertir en *hedge funds* y fondos de *hedge funds*. Por lo que se refiere a las entidades, el desarrollo de sus estrategias suele exigir determinados volúmenes patrimoniales y perfiles de inversor que no se ajustan a las posibilidades de los minoristas; en consecuencia, además de establecer mínimos de acceso, en ocasiones se pide que acrediten la posesión de un determinado patrimonio. En España no se prevé límite para la inversión en fondos de *hedge funds*, pero sí se establece una inversión mínima de 50.000 euros para acceder a los *hedge funds*, lo que lleva a plantear las siguientes cuestiones:

- En primer lugar, el límite de 50.000 euros para la inversión en *hedge funds* facilita la posibilidad de invertir a quienes se interesen por estos productos. Aunque se trata de una cifra al alcance de algunos inversores que por su escasa formación financiera están lejos de poderse considerar cualificados (como se aprecia a través de las consultas y reclamaciones recibidas en la CNMV), es preciso recordar que los *hedge funds* no podrán ser promocionados activamente entre los inversores no cualificados, por lo que su contratación exigirá el conocimiento previo de los mismos por parte del inversor no cualificado o bien un asesoramiento expresamente enfocado hacia este producto (lo que, en su caso, podría ser objeto de valoración en relación con el cumplimiento de las normas de conducta).
- De las distintas presentaciones que se han realizado en la CNMV, cabe concluir que la mayor diversificación que ofrecen los fondos de *hedge funds* no es la única variable para definir la aptitud de estos productos para el inversor minorista. Ésta

---

108. Esta distinción se basa, por ejemplo, en el establecimiento de un límite cuantitativo de acceso para los *hedge funds* pero no para los fondos de *hedge funds*, o la posibilidad de que éstos hagan publicidad que no se otorga a los *hedge funds*.

dependerá también de las estrategias de inversión y del resto de características individuales de estos productos. En este sentido, la CNMV llevará a cabo todas las acciones que sean precisas para que los inversores comprendan la naturaleza y las características de estos productos (sean *hedge funds* o fondos de *hedge funds*) antes de decidir incorporarlos o no a sus carteras de inversión.

- Por último, cabe señalar la existencia de una parte de inversores en España que tiene una cultura financiera escasa y que, en lo que se refiere a asesoramiento financiero, suele resultar dependiente de las sucursales bancarias con las que acostumbra a operar. Los inversores más tradicionales siguen demandando seguridad, por lo que es previsible que se desarrolle un mercado para los *hedge funds* a través de estructuras o fondos garantizados que aseguren el principal a cambio de una menor expectativa de rentabilidad. Como consecuencia de ello, habrá que tener en cuenta la posible aparición de productos aptos para minoristas, similares a la oferta de productos de inversión que ya existe en nuestro país (garantizados, estructurados, etc...).

### 6.2.2 Liquidez

El reglamento exige el cálculo del valor liquidativo y liquidez con una periodicidad máxima trimestral o incluso semestral, “cuando así lo exijan las inversiones previstas” (tanto para los *hedge funds* como para los fondos de *hedge funds*).

La menor liquidez y la elevada periodicidad en el cálculo del valor liquidativo pueden ser algunos de los inconvenientes de este producto para los minoristas.

Es cierto que los inversores están habituados a la escasa liquidez de otros productos de inversión tradicionales, si bien éstos suelen presentar determinadas características que, en cierto modo, compensan dicha limitación (rendimientos fijos, mantenimiento del capital invertido, etc.). Por el contrario, la inversión directa en *hedge funds* o fondos de *hedge funds* puede conllevar de forma simultánea un grado relativamente alto de iliquidez y un riesgo de pérdidas, lo que en general resulta difícil de asumir por los particulares. Por tanto, es fundamental que el minorista sea consciente de las posibles restricciones a la liquidez del producto. Se trata de una característica esencial de la inversión, que debe ser puesta de manifiesto durante el proceso de venta, y figurar de manera destacada tanto en la literatura promocional como en los documentos oficiales.

### 6.3 Comercialización de *hedge funds* y productos relacionados

El fomento de la transparencia es un elemento clave para asegurar la protección del inversor. Esta tiene especial relevancia en el mundo de los *hedge funds*, dado lo intrincado de su operativa. De hecho, la complejidad de las estrategias utilizadas dificulta el seguimiento por parte de los inversores de la rentabilidad del fondo, cuyo conocimiento se basa en exclusiva en las estimaciones del valor de los activos que facilita el fondo al inversor. Esto contrasta con otros productos de inversión tradicional cuya valoración suele ser más sencilla.

Adicionalmente, aunque los *hedge funds* son un producto novedoso en el mercado español, en términos globales suele hablarse de un mercado maduro, en el que las oportunidades y rentabilidades se han reducido por la afluencia de participantes. Esta circunstancia, unida a la propia naturaleza del producto, aconseja extremar las precauciones para garantizar, en la medida de lo posible, que los inversores que asumen tales riesgos se encuentran realmente en disposición de comprender su alcance.

Si bien, en general, el inversor español se caracteriza por una elevada aversión al riesgo (basta con observar el éxito de los fondos garantizados), también abundan los particulares dispuestos a arriesgar de forma consciente<sup>109</sup> una parte importante de su patrimonio en acciones u otros productos de riesgo (sin que puedan calificarse en modo alguno como inversores cualificados). Sin embargo, dado que nos encontramos al inicio del desarrollo de la industria de *hedge funds* en España, se percibe una diferencia que impediría poner a los *hedge funds* al mismo nivel que las acciones en cuanto a su idoneidad para minoristas, y es el grado de conocimiento del producto.

En el caso de acciones, se podría decir que existe una percepción social que los conceptúa como productos de riesgo, de manera que la mayor parte de los inversores son conscientes de la posibilidad de pérdidas (puede decirse que forman parte del “acervo financiero” de la población). Por otra parte, no suele hacerse comercialización activa de acciones fuera de las OPV. El problema podría surgir cuando se plantea la introducción de nuevos productos que pueden no ser bien comprendidos en su totalidad y que, como en el caso de los fondos de *hedge funds*, pueden ser comercializados de forma activa. En estos casos adquiere especial relevancia la idoneidad de los procedimientos de comercialización.

Por tanto, es necesario extremar las precauciones en la promoción y venta de estos productos. Hay tres cuestiones principales que deben valorarse en relación con la comercialización, distinguiendo en cada caso entre *hedge funds*, fondos de *hedge funds* y los productos basados en o referenciados a ellos:

- Canales de venta
- Información y advertencias
- Publicidad

#### *Canales de venta*

Es de suponer que aquellos *hedge funds* destinados a inversores cualificados se venderán mediante colocaciones privadas. El problema se centraría, por tanto, en aquellos productos (fondos de *hedge funds* o productos relacionados) destinados a los minoristas, y que cabe esperar se colocarían a través de los canales habitualmente empleados por los intermediarios financieros, entre los que revisten especial preponderancia las sucursales de las entidades de crédito.

El problema del cumplimiento de las normas de conducta en el ámbito de la comercialización no es exclusivo del universo de los *hedge funds*, sino que se plantea para

---

109. No cabe incluir en esta observación los inversores que contratan productos no adecuados para su perfil como consecuencia de deficiencias a lo largo del proceso de asesoramiento y venta.

cualquier producto de inversión, sea cual sea su nivel de riesgo. En la CNMV ya existe conciencia de los problemas que derivan del doble papel, asesor y comercializador, que asumen en nuestro país las redes de sucursales de los grandes grupos bancarios. En cualquier caso, es esencial una adecuada supervisión de los procedimientos de comercialización (calidad y oportunidad de la información proporcionada, asesoramiento leal, segmentación de clientes y productos, etc.).

### *Información y advertencias*

Siguiendo con lo planteado en el apartado anterior, la norma ya recoge algunas previsiones destinadas a asegurar la transmisión de información al inversor: por ejemplo, la obligación de indicar de forma visible, en los folletos y en la publicidad, los riesgos especiales de la inversión en fondos de *hedge funds*, así como el documento de consentimiento por parte del inversor.

Entre las cuestiones a las que habría de referirse de forma ineludible cualquier publicidad o folleto de un producto de inversión alternativa para minoristas, cabría citar las limitaciones a la liquidez y las expectativas reales de rentabilidad.

La información efectiva es aquella que evita informaciones excesivas o demasiado técnicas a favor de aquellas que trasladen mediante un mensaje directo el alcance real del riesgo asumido.

El reglamento establece asimismo que antes de la suscripción el inversor deberá dejar constancia escrita de que conoce los riesgos inherentes a la operación y entiende la naturaleza del producto. Si bien es una precaución ineludible, en el caso de los minoristas se ha contrastado que, en ocasiones, su efectividad es limitada, por cuanto el consejo del asesor (que a menudo se encuentra sujeto a un conflicto de interés) suele prevalecer sobre las advertencias típicas que se hacen constar en la documentación de venta.

### *Publicidad*

En el caso de los *hedge funds*, se establece que sólo podrán realizar actividades de comercialización cuando se dirijan a inversores cualificados. Para los fondos de *hedge funds* se permite la publicidad, con la previsión expresa de que han de hacerse constar en la misma, de manera visible, los riesgos especiales de estos productos.

Tras la experiencia acumulada en la revisión de la publicidad de productos de inversión, es posible aventurar aquellos aspectos que habrán de cuidarse de forma especial en la promoción de los productos de inversión alternativa:

- En primer lugar, cabe esperar una utilización comercial de la definición legal “fondos de inversión libre”, por sus posibles connotaciones positivas, que además pueden sugerir subliminalmente la posibilidad de alcanzar rentabilidades superiores gracias a la ausencia de cortapisas<sup>110</sup>.

---

110. Ya existen precedentes en este sentido con los “fondos de gestión dinámica”: Este término se utilizaba con asiduidad en las campañas, como opuesto a la “pasividad” de otros estilos de gestión, que se presentaban como menos capaces de obtener altas rentabilidades.

- Es previsible, asimismo, que se intenten sobrecargar los mensajes publicitarios con las expectativas de rentabilidad que intuitivamente se asocian a la inversión alternativa. Será necesaria la inclusión de advertencias sistemáticas (es posible que no exista rentabilidad adicional, etc.).
- La falta de liquidez del producto, en su caso, deberá ser debidamente puesta de manifiesto.

#### **6.4 Medidas para paliar los riesgos**

En relación con los riesgos identificados en este capítulo, se plantean las siguientes acciones desde la CNMV, en el ámbito de la información y educación del inversor, es decir, con carácter adicional a las posibles medidas de supervisión<sup>111</sup>:

- Se procurará la máxima difusión de las características y riesgos reales de estos productos entre los ciudadanos, a través de las actividades divulgativas habituales: cursos y seminarios, publicaciones para el inversor, informaciones, etc.
- Dentro de las competencias de la CNMV, se hará un especial seguimiento de los mensajes que se trasladan a los inversores, en aquellos casos en los que sea posible la comercialización activa.
- Será prioritario conseguir la máxima transparencia en la difusión de información y evitar la publicidad engañosa.

La habitual exigencia de matizar el empleo de las rentabilidades históricas es particularmente necesaria en el caso de los *hedge funds*. Considerando la potencial volatilidad de estos productos, la posibilidad de acceder a superiores rentabilidades debe transmitirse con extrema cautela.

---

111. Desde el punto de vista de la protección directa del inversor, revestirá especial relevancia el seguimiento de las prácticas de comercialización y de la transparencia en la venta de estos productos.

## 7 Resumen y conclusiones

El actual marco regulatorio español, caracterizado por la reciente aprobación del Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva ha introducido, como una de sus novedades principales, la regulación de las denominadas IIC de Inversión Libre (conocidas internacionalmente como *hedge funds*), una figura que ha estado prácticamente al margen de la regulación y la supervisión durante décadas y que está suscitando un gran interés por parte de los inversores, de las entidades financieras y de los propios reguladores de los mercados de valores. Este marco invitaba a la CNMV a realizar un trabajo que persiguiera un mejor conocimiento de la industria de *hedge funds* y de las preocupaciones que ésta pudiese suscitar desde el punto de vista del supervisor (estabilidad financiera y protección del inversor), sirviendo de base para: (i) desarrollar una Circular sobre IIC de Inversión Libre e IIC de IIC de Inversión Libre y (ii) estimar las diferentes necesidades de recursos del organismo supervisor con el fin de realizar la tarea que tiene encomendada en este campo relativamente novedoso. Las principales conclusiones que se pueden extraer de este estudio son las siguientes:

- Respecto al conocimiento de la industria de *hedge funds*, cabe señalar la ausencia de una definición única comúnmente aceptada de los *hedge funds*. Habitualmente, se hace referencia a la existencia de un número significativo de elementos que diferencian a los *hedge funds* de los vehículos de inversión tradicional. Las divergencias radican en aspectos como las estrategias de inversión utilizadas y las características del propio producto, la organización empresarial y las relaciones contractuales con los proveedores de servicios financieros, la relación con el cliente y la forma de comercializar el producto y la información que facilitan a los inversores, al mercado y a las propias entidades reguladoras, entre otros aspectos.

Principalmente, puede afirmarse que los *hedge funds* se caracterizan por seguir un modelo de gestión de activos orientado a la persecución de rentabilidades absolutas, no relativas, es decir, positivas con independencia de la evolución del conjunto del mercado. Por ello, la mencionada rentabilidad suele ser altamente dependiente de la habilidad del gestor y para ello se utiliza un rango amplio de mercados y de instrumentos financieros. Destaca especialmente la posibilidad de realizar ventas en corto, de alcanzar apalancamientos significativos y de hacer un uso intenso de los derivados, posibilidades que no suelen estar disponibles o están limitadas en la industria de gestión tradicional.

- Asimismo, es preciso subrayar la enorme heterogeneidad que existe dentro de esta industria en función de la propia estrategia de inversión que persiga la institución, de las decisiones organizativas que tome y de los propios límites que imponga el mercado. En esta industria, con un número de instituciones cercano a los 9000 y un volumen de activos bajo gestión cercano al billón de dólares en 2004, las entidades optan entre más de veinte estrategias de inversión con diferencias sustanciales entre ellas así como dentro de las mismas. Se perciben diferencias en términos de apalancamiento, inversión mínima, acotamiento de la inversión, volatilidad, tipo de mercado o referencias a situaciones empresariales concretas. Sobre todo, presentan unos rendimientos y una volatilidad, desde una perspectiva amplia, bastante heterogéneos.

La estructura típica de un *hedge fund*, independientemente del gestor, comprende un conjunto amplio de entidades financieras que proporcionan diversos servicios a estas instituciones. Entre ellas destaca el *prime broker* y en menor medida el administrador por la importancia y el volumen de los servicios que prestan. El desarrollo de la industria de *hedge funds* ha dado lugar a una concentración elevada de estos proveedores de servicios en la medida en que la mayor parte de los *hedge funds* prefieren utilizar los servicios de pocas o incluso de una única entidad. Este hecho eleva el posible riesgo de contraparte que la entidad financiera afronta respecto al *hedge fund* pero, por otra parte, también mejora la gestión de dicho riesgo ya que la entidad dispondría de mayor y más completa información del *hedge fund*. En estos casos, es necesario abordar los posibles conflictos de interés y los endeudamientos excesivos con máxima cautela.

- En los últimos años se han observado cambios sustanciales en la actividad de los *hedge funds* y de sus proveedores de servicios hacia un grado de especialización mayor, en el grado de regulación de la industria creciente en todos los países, así como en el tipo de inversor al que se dirigen, constatando el creciente papel del inversor institucional y el creciente interés por parte de los inversores minoristas, vía fondos de fondos, en detrimento de los denominados individuos de riqueza elevada (IRNE o HNWI en sus siglas en inglés)

Respecto a su actividad, se observa cierta tendencia hacia la complejidad de los productos financieros utilizados por los *hedge funds* y la especialización de las estrategias perseguidas, así como el desarrollo de nuevos productos vinculados a *hedge funds*.

Asimismo, se observa un notable desarrollo de otros servicios complementarios en esta industria. Entre ellos destaca el asesoramiento en tecnologías de información, la elaboración de bases de datos e índices referenciados a *hedge funds*, la consultoría externa de selección de fondos, la consultoría al inicio de la actividad de los *hedge funds*, la elaboración de informes, la introducción a los circuitos del mercado, etc. No en vano, los ingresos procedentes de la actividad de los *hedge funds* para la banca de inversión vienen siendo muy elevados en los últimos años.



- Respecto a la regulación, el desarrollo de la industria se ha producido principalmente en entornos no regulados (*off-shore*), pero la toma de conciencia que supuso la quiebra de algunos grandes *hedge funds* a finales de la década de los noventa, junto con el interés creciente de nuevos inversores en estas instituciones, ha llevado tanto a los organismos públicos como a las instituciones privadas a desarrollar numerosas iniciativas regulatorias y no regulatorias (recomendaciones o guías de buenas prácticas...) sobre la materia. En el ámbito europeo, prácticamente todas las jurisdicciones han regulado con mayor o menor intensidad estos productos a lo largo de los últimos años, dando lugar a un marco regulatorio heterogéneo, con las consecuentes ineficiencias en términos de fragmentación y complejidad que conlleva. Por el momento, no se vislumbra un enfoque regulatorio europeo común, como sería deseable<sup>112</sup>. Respecto a las iniciativas de organismos supranacionales, destacan diversas guías de buenas prácticas o recomendaciones elaboradas por instituciones como IOSCO, la Asociación de Fondos Gestionados (*Managed Funds Association*, MFA), el Foro de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*, FSF) o el BIS.
- Respecto a la actividad de los *hedge funds* como posible elemento perturbador de la estabilidad de los mercados financieros, es preciso mencionar que tras el famoso colapso del *hedge fund* LTCM en 1998, tanto los *hedge funds* como sus entidades de contrapartida han mejorado significativamente los sistemas de gestión del riesgo. No obstante, se detectan en la coyuntura actual, factores de riesgo específicos que podrían afectar directamente a la estabilidad de los mercados. Entre ellos destaca, por ejemplo, el incremento del número de *hedge funds* que realiza estrategias similares de forma simultánea, la elevada concentración de *hedge funds* en determinados mercados y subyacentes, la actividad en mercados con restricciones a la liquidez y el riesgo de concentración de las contrapartes.

La preocupación en esta materia ha sido puesta de manifiesto por diversas instituciones. El sentir general indica que algunas de las cuestiones clave para asegurar un funcionamiento adecuado de esta industria y de los mercados financieros son: (i) maximizar la fiabilidad del cálculo del valor liquidativo de los *hedge funds* teniendo en cuenta la dificultad de esta tarea debido a la creciente complejidad de los activos utilizados y falta de liquidez de algunos mercados, (ii) determinar con la mayor claridad las relaciones contractuales con los proveedores de servicios financieros, (iii) realizar una adecuada gestión de los posibles conflictos de interés y (iv) desarrollar una adecuada gestión del riesgo por parte de todas las entidades implicadas en su sentido más amplio (riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo de contrapartida, riesgo operativo, etc.).

---

112. En este sentido ya se han pronunciado algunas instituciones, como por ejemplo la EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*, Asociación Europea de Fondos y Gestoras de Fondos), que en un informe reciente ("*Hedge funds regulation in Europe: A comparative survey*", "La regulación de los *hedge funds* en Europa: Un estudio comparativo") destaca la ausencia de un mercado único europeo para estos productos a causa de las diferentes aproximaciones regulatorias y propone armonizar el producto mediante una nueva Directiva o mediante la modificación de la Directiva de UCITS existente.

- Desde el punto de vista de la protección del inversor, uno de los pilares de las entidades supervisoras, las preocupaciones derivan del interés creciente por parte de inversores institucionales y también de los inversores minoristas en la industria. En esta materia resulta esencial que estos productos lleguen a aquellos inversores que entiendan la diferente naturaleza de los mismos en relación a otros productos tradicionales y que estén dispuestos a aceptar sus condiciones (estrategias más complicadas, riesgo más alto y menor liquidez). Es frecuente encontrar en las diversas regulaciones inversiones mínimas cuantiosas para acceder a los *hedge funds* por entender que los inversores que realizan mayores aportaciones son más sofisticados y poseen una mayor cultura financiera y, por tanto, están mejor protegidos de forma natural. Las variables clave en esta materia se refieren a la comercialización de los productos (cumplimiento de normas de conducta en canales de venta), a la información y advertencias estipuladas (por ejemplo, la necesidad de que en los folletos se indiquen los riesgos especiales de estas inversiones) y la publicidad que se realiza de estos productos.

En este contexto, la CNMV hace frente a los retos que el desarrollo de la industria de Inversión Libre en España puede suponer, tanto en términos regulatorios —con el desarrollo de la correspondiente Circular—, como en la adaptación de su modelo de supervisión de entidades, de mercados y de protección de inversores a este ámbito concreto. Además de dotarse con los recursos físicos, humanos y tecnológicos que estas nuevas tareas supondrán, la CNMV mantendrá una Unidad de referencia de expertos en *hedge funds* que agrupe el conocimiento en la materia. En esta tarea, el diálogo con la industria, esencial en el desarrollo del presente informe y en la fase de consulta pública de la Circular, será clave también en los primeros meses de andadura común. En este tiempo se seguirá realizando un seguimiento especial sobre el desarrollo de la industria y se pondrá un especial interés en mantener el diálogo y la colaboración respecto a los *hedge funds* en los distintos foros internacionales, así como con otros organismos reguladores, lo que resulta esencial para avanzar de forma común ante una industria cada vez más global.

## Bibliografía

- AFM, AUTHORITY FOR THE FINANCIAL MARKETS, HOLANDA (2005). *"Hedge funds: An explanatory study of conduct-related issues"*.
- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1999). *"Banks' interactions with highly leveraged institutions"*.
- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2000). *"Sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions"*.
- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2000). *"Review of issues relating to highly leveraged institutions"*.
- BASLE COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2000). *"Special feature: Hedge funds"*, BIS Quarterly Review.
- CAMBÓN MURCIA, MARÍA ISABEL (2004). *"Instituciones de Inversión Alternativa"*. Monografía nº6, Julio 2004. Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- ECOFIN (2005). *"Hedge funds from a single market perspective"*. Julio 2005.
- EFAMA (2005). *"Hedge funds regulation in Europe: A comparative survey"*. Noviembre 2005.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2005). *"Financial Stability Review"*. Junio 2005.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2005). *"Large EU banks' exposures to hedge funds"*. Noviembre 2005.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2005), RU. *"Wider-range retail investment products, consumer protection in a rapidly changing world"*. FSA Discussion paper 05/3.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2005), RU. *"Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement"*. FSA Discussion paper 05/4.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2002), RU. *"Hedge funds and the FSA"*, Discussion paper 16.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2003), RU. *"Hedge funds and the FSA: Feedback statement on DP16"*. Marzo 2003.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2003), RU. *"The CIS sourcebook – A new approach"*, Consultation Paper 185.
- FINANCIAL STABILITY FORUM (2000). *"Report of the working group on highly leveraged institutions"*.
- FINANCIAL STABILITY FORUM (2001). *"Progress in implementing the recommendations of the working group on highly leveraged institutions"*.
- FINANCIAL STABILITY FORUM (2002). *"The FSF recommendations and concerns raised by highly leveraged institutions"*.
- GARBARAVICIUS T. Y DIERICK F. (2005). *"Hedge funds and their implications for financial stability"*. ECB, Occasional paper series 34. Agosto 2005.
- GARCÍA SANTOS, MARÍA NIEVES (2005). *"Hedge funds y riesgo sistémico: una primera aproximación"*. Estabilidad Financiera nº 9, Banco de España. Noviembre 2005.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2005). *"Global Financial Stability Report"*. Abril, 2005.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (1999). *"Hedge funds and other highly leveraged institutions"*.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2001). *"Review of issues relating to highly leveraged institutions"*.

- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2003). *“Regulatory and investor protection issues arising from the participation by retail investors in (funds-of) hedge funds”*. Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.
- MANAGED FUNDS ASSOCIATIONS (2005). *“MFA’s 2005 sound practices for hedge fund managers”*.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2005). *“The regulation and distribution of hedge funds in Europe: changes and challenges”*.
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (2003), EEUU. *“Implications of the growth of hedge funds”*. Septiembre 2003.
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (2003), EEUU. *“SEC roundtable on hedge funds”*.
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION. DEPARTMENT OF TREASURY, BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE, COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (1999), EEUU. *“Hedge funds, leverage and the lessons of Long Term Capital Management. Report of the President’s working group on financial markets”*.
- MARTELLINI L. Y ZIEMANN V. (2005). *“The benefits of hedge funds in asset liability management”*. Edhec risk and asset management research centre.
- MCGUIRE P., REMOLONA E. Y TSATSARONIS K. (2005). *“Special feature: Time-varying exposures and leverage in hedge funds”*. BIS, *Quarterly Review*, marzo 2005.
- VAISSIÉ, M. (2003). *“A detailed analysis of the construction methods and management principles of hedge fund indices”*. Edhec risk and asset management research centre.

## Anexo

### Glosario de términos

*Acuerdos bilaterales (side letters):* Se trata de un acuerdo escrito que sustituye alguna de las condiciones generales de los *hedge funds*, que se aplica únicamente a los inversores que lo ejecutan. Su existencia radica en la necesidad de ciertos inversores de imponer algunos límites a los *hedge funds* (por ejemplo, en determinadas estrategias, en la política de comisiones, en las condiciones de liquidez, etc...).

*Administrador:* Entidad que presta un conjunto amplio de servicios a los *hedge funds* entre los que destacan: (i) el cálculo del valor actual neto del fondo, (ii) la comunicación con los inversores, (iii) la preparación de los estados financieros, (iv) tecnología.

*Alfa (alpha):* Medida de la rentabilidad en exceso de un fondo que se atribuye a la habilidad del gestor del fondo y no a la evolución general del mercado.

*Arbitraje (arbitrage):* En términos generales consiste en la compra de un valor y la venta de otro relacionado con el primero con el fin de aprovechar las discrepancias de precio entre ambos valores.

*Apalancamiento (leverage):* Consiste en lograr una exposición al mercado mayor de la que se deriva de los valores que componen la cartera. Para ello se utilizan derivados financieros y/o ventas en corto. Esta técnica incrementa tanto la rentabilidad como el riesgo de la cartera.

*Arbitraje de convertibles (convertible arbitrage):* Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Arbitraje de fusiones (merger arbitrage):* Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Arbitraje de renta fija (fixed income arbitrage):* Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Arbitraje de valor relativo (relative value arbitrage):* Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Asesor de la inversión (investment advisor):* Se trata de aquel que controla la actividad de contratación de una sociedad o un fondo, o bien aquel que se ocupa de la selección de los gestores que contratarán en nombre de la mencionada sociedad o del fondo.

*Beta*: Medida de la rentabilidad de una cartera en relación a una referencia de mercado.

*Capacidad limitada (capping)*: Posibilidad de los fondos para no admitir nuevas inversiones en el mismo cuando ha adquirido cierto tamaño o capacidad.

*Cartera secundaria (side pocket)*: Se trata de un conjunto de activos de la cartera de valores de un hedge fund que tiene riesgos especiales, son ilíquidos por naturaleza y han sido separados del resto de la cartera del hedge fund. Los inversores del hedge fund deciden si quieren invertir parte de su capital en los valores del side pocket del fondo o no.

*Comisión de gestión (management fee)*: Se trata de un tipo de comisión que cargan los *hedge funds*, similar a la de los fondos de gestión tradicional, que oscila entre el 1% y 2%.

*Comisión por incentivos (incentive fee)*: Véase comisión por resultados.

*Comisión por resultados (performance fee)*: Se trata de un tipo de comisión que cargan los *hedge funds*, calculadas en función de los resultados obtenidos por el fondo. Habitualmente ascienden al 20% del mismo.

*Commodity Trading Advisor (CTA)*: Gestores profesionales de la contratación de futuros, ya sean sobre mercaderías físicas o futuros financieros.

*Commodity Pool Operador (CPO)*: Persona u organización que dirige un *commodity pool*, que es aquella sociedad limitada en la que los inversores se reúnen con el fin de contratar futuros y opciones sobre futuros.

*Cuentas gestionadas (managed accounts)*: Se trata de cuentas paralelas gestionadas por un gestor de *hedge funds*, cuya propiedad es mantenida en todo momento por el inversor, por lo que éste, entre otras ventajas, dispone de liquidez inmediata si lo desea.

*Custodio*: Entidades que mantienen los activos de los *hedge funds* (valores o *cash*). En la industria de *hedge funds*, los *prime brokers* o los administradores realizan esta tarea en ocasiones.

*Diligencia debida (due-diligence)*: Con carácter general se refiere al proceso de investigación cuantitativo y cualitativo que se realiza con carácter previo a la realización de determinadas inversiones.

*Dirigida por acontecimientos (event driven)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Disminución (drawdown)*: Se refiere a cualquier variación entre un pico y un valle de un fondo y se suele medir como el porcentaje de descenso desde el valor más alto y el más bajo del fondo.

*Domicilio:* El documento distingue entre domicilio del hedge fund y domicilio del gestor del hedge fund, que corresponderían a las jurisdicciones respectivas donde se hubieran registrado cada uno de ellos. En la industria de *hedge funds* es frecuente que ambos domicilios no coincidan.

*Entorno no regulado (off-shore):* Término utilizado para hacer referencia a la localización de los *hedge funds* o de los gestores de *hedge funds* en jurisdicciones “no reguladas”. A estos efectos, las más importantes son las Islas Caimán, las Islas Vírgenes Británicas y las Bermudas.

*Entorno regulado (on-shore):* Término utilizado para hacer referencia a la localización de los *hedge funds* o de los gestores de *hedge funds* en jurisdicciones “reguladas”.

*Error de trayectoria (tracking error):* Medida de la cercanía/lejanía de la rentabilidad de un hedge fund respecto a la de un índice de referencia.

*Estrategias de los hedge funds:* También conocidas como “estilos”. Se refiere a la táctica de inversión del gestor para lograr los objetivos del fondo. Véase cuadro 3 del documento para un mayor detalle de las mismas.

*Fondo de estrategia única (single strategy fund):* Se corresponde con cada uno de los *hedge funds* que se puede enmarcar en una de las denominadas estrategias de los *hedge funds* expuestas en el cuadro 3 del documento y se distingue, por tanto, de los fondos de *hedge funds*.

*Fondos de hedge funds:* Fondos que invierten en otros *hedge funds*.

*Fondo de gestión alternativa (hedge fund):* A efectos de este informe se utiliza el término hedge fund de forma genérica para hacer referencia a aquellos fondos, también denominados de gestión alternativa, que suelen reunir estas características:

- Objetivos de rentabilidad absoluta (no intentan batir referencias de mercado)
- Rentabilidades altamente dependientes de la capacidad del gestor, que suele tener una participación significativa en el capital del fondo
- Rango amplio de instrumentos financieros y mercados (apalancamiento, ventas en corto, derivados)
- Importes mínimos de inversión elevados
- Comisiones sobre la gestión y los resultados de la inversión
- Inicialmente domiciliados en entornos no regulados (*off-shore*), si bien esta tendencia parece estar cambiando.

*Fondo principal-subordinado (master-feeder fund):* Estructura compuesta por un vehículo principal (*master fund*), habitualmente domiciliado *off-shore*, cuyos inversores son exclusivamente fondos subordinados denominados *feeder funds* que invierten únicamente en el fondo principal.

*Gestión alternativa:* Se distingue de la gestión tradicional en que persigue la obtención de rentabilidades con independencia de la evolución del mercado (rentabilidades absolutas versus relativas).

*Gestor de hedge fund (investment manager)*: Realiza la labor de gestión de la cartera de inversión del fondos, ya sea de hedge fund o de fondos de fondos de *hedge funds*.

*Historia de resultados (track-record)*: Informa sobre la rentabilidad de un hedge fund o de un gestor de varios *hedge funds* durante un periodo de tiempo suficientemente largo para poder realizar una evaluación sobre ellos.

*Individuos de Riqueza Neta Elevada, IRNE (HNWI, High Net Worth Individuals)*: Término utilizado habitualmente para hacer referencia a aquellos inversores con una riqueza neta de al menos un millón de dólares.

*Interés de la posición corta (short rebate)*: Para vender en corto un valor, es necesario pedir prestado dicho valor para venderlo inmediatamente en el mercado con el propósito de comprarlo posteriormente a un precio más bajo y devolver el préstamo. El efectivo procedente de la venta del valor en el mercado se mantiene en una cuenta que genera un interés que es denominado *short rebate*.

*Intermediario principal (prime broker)*: Entidad que presta un gran número de servicios a los *hedge funds* entre los que destacan: (i) préstamo de valores, (ii) labores de custodia, compensación y liquidación, (iii) financiación, (iv) elaboración de informes y (v) provisión de tecnología.

*Inversor acreditado (accredited investor)*: En la regulación estadounidense se corresponde con aquel inversor con un patrimonio neto superior a un millón de dólares o aquel con una renta superior a 200.000 dólares en los últimos dos años y la expectativa razonable de que alcanzará el mismo nivel de renta en el ejercicio de la inversión. También se encuentra en esta categoría diversos inversores institucionales cuyos activos sean superiores a los 5 millones de dólares.

*Macro*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Marca de agua (high water mark)*: Práctica utilizada en la determinación de las comisiones mediante la cual el gestor sólo cobra cuando el valor del fondo supera el máximo valor anterior.

*Medidas de freno de pérdidas (stop-loss measures)*: Se trata de medidas diseñadas para evitar pérdidas más allá de cierto límite en la contratación. Habitualmente consisten en tomar automáticamente una posición vendedora cuando se alcanza un cierto precio.

*Mercados emergentes (emerging markets)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Oportunidad de mercado (market timing)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Periodo de cierre (lock-up period)*: Periodo de tiempo durante el cual el inversor no puede deshacer sus inversiones en el hedge fund.



*Promotor (placement agent)*: Se ocupa del marketing del hedge fund y de los servicios relacionados con los clientes.

*Ratio de Sharpe*: Medida de riesgo ajustada que muestra la variación de la rentabilidad por unidad de riesgo. El ratio se define como el cociente del diferencial de rendimiento entre una cartera y un *benchmark* (habitualmente la tasa libre de riesgo) y su riesgo relativo (desviación estándar).

*Ratio de Sortino*: Se trata de una medida de rentabilidad por unidad de riesgo. Mientras que la ratio de *Sharpe* utiliza toda la volatilidad (“buena” y “mala”), la ratio de *Sortino* utiliza únicamente la desviación estándar “bajista” (volatilidad “mala”), para capturar el riesgo de descenso del fondo.

*Regulación D (regulation D)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Renta fija: alto rendimiento (fixed income: high yield)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Renta fija: garantía hipotecaria (fixed income: mortgage-backed)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Renta fija: varios (fixed income: diversified)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Renta variable con cobertura (equity hedge)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Renta variable neutral al mercado (equity market neutral)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Renta variable sin cobertura (equity non-hedge)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Riesgo de contraparte (counterparty risk)*: Se corresponde con el riesgo que afronta cada parte firmante de un contrato acerca del posible incumplimiento de la otra parte de los términos del mencionado contrato.

*Sector (sector)*: Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Sesgo de supervivencia (survivorship bias)*: Se trata de un sesgo habitual en las bases de *hedge funds* al uso, que alude al hecho de que éstas no contemplan la información de los *hedge funds* que han desaparecido, generalmente como consecuencia de sus malos resultados, por lo que algunos de los resultados que se obtienen de ellas deben ser tomados con cautela.

*Tasa de corte (hurdle rate)*: Práctica por la cual el gestor sólo cobra comisiones cuando la rentabilidad del fondo supera un determinado valor.

*Valor en Riesgo (Value-at-Risk, VaR):* Se trata de un análisis de probabilidad que indica la máxima pérdida esperada dado un nivel de confianza determinado (habitualmente del 95% o 99%).

*Valores en dificultades (distressed securities):* Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.

*Ventas en corto (short selling):* Tipo de estrategia de los *hedge funds*. Véase cuadro 3 del documento.



