

# Instituciones de inversión alternativa

*María Isabel Cambón Murcia*

**Dirección de Estudios y Estadísticas**

**Monografías No. 6**

Julio 2004





# **INSTITUCIONES DE INVERSIÓN ALTERNATIVA**

María Isabel Cambón Murcia

Julio 2004

Dirección de Estudios  
Comisión Nacional del Mercado de Valores  
Monografías nº 6. 2004

María Isabel Cambón Murcia es técnico de la Dirección de Estudios y Estadísticas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente la opinión de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, 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: 84-87870-41-4

Depósito legal: M-35.822-2004

Imprime: Sociedad Anónima de Fotocomposición  
Talisio, 9. 28027 Madrid

## **RESUMEN**

Esta monografía tiene como propósito ofrecer una visión global de las instituciones de inversión alternativa (IIA), protagonistas de un extraordinario crecimiento durante la última década y de un interés creciente por parte de los inversores y de las autoridades reguladoras y supervisoras de los mercados de valores. En ausencia de una definición precisa e inequívoca de IIA, el documento enumera las características que diversas instituciones públicas y privadas han asociado a estas instituciones a lo largo de los últimos años y ofrece una descripción cuantitativa del sector (número de instituciones, activos gestionados, rendimientos y volatilidades). También repasa las estrategias de inversión utilizadas con más frecuencia por estas instituciones y resume las principales conclusiones de algunos de los papeles de la literatura académica que han tratado sobre IIA. El documento se completa con una revisión de la regulación de este sector y su tendencia más reciente en las jurisdicciones más importantes y también de las cuestiones que plantea la actividad de estas instituciones desde el punto de vista de los objetivos de la regulación, en concreto, del tratamiento del riesgo sistémico y de la protección de los inversores.



# ÍNDICE

<b>1.</b>	<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>9</b>
<b>2.</b>	<b>CONCEPTO Y EVOLUCIÓN DEL SECTOR</b>	<b>11</b>
	2.1. Qué son las instituciones de inversión alternativa	11
	2.2. El sector en cifras	13
<b>3.</b>	<b>ESTRATEGIAS DE LAS IIA</b>	<b>17</b>
	3.1. Tipos de estrategias	17
	3.2. Descripción cuantitativa de cada estrategia	23
<b>4.</b>	<b>LA LITERATURA ACADÉMICA Y LAS IIA</b>	<b>25</b>
	4.1. Caracterización de las inversiones alternativas	25
	4.2. Medidas del rendimiento y modelización del riesgo	26
	4.3. Liquidez y crisis de mercado	29
<b>5.</b>	<b>LA REGULACIÓN DE LAS IIA</b>	<b>31</b>
	5.1. Situación actual en EEUU y la unión europea	31
	5.2. Tendencias de la regulación	41
<b>6.</b>	<b>LAS IIA Y LOS OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN</b>	<b>45</b>
	6.1. Riesgo sistémico	45
	6.2. Protección del inversor	50
<b>7.</b>	<b>CONCLUSIONES</b>	<b>53</b>
<b>8.</b>	<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>55</b>
	8.1. Informes oficiales	55
	8.2. Libros	56
	8.3. Documentos académicos	56
	8.4. Otros	57
<b>9.</b>	<b>ANEXO</b>	<b>59</b>





## 1. Introducción

La importancia que ha tomado la industria de la gestión alternativa tras varios años de caídas en las bolsas y de resultados modestos o pérdidas en la gestión tradicional de activos, ha propiciado un interés creciente en este sector por parte de las autoridades reguladoras y supervisoras. Tradicionalmente, los productos de gestión alternativa se constituían en paraísos fiscales y su colocación entre los inversores que cumplían determinados requisitos de renta era privada. En la actualidad, las autoridades reguladoras y supervisoras se están inclinando, en términos generales, por impulsar la domiciliación de estos productos en territorio nacional y por facilitar el acceso de los inversores a estos productos bajo condiciones concretas.

Las instituciones de inversión alternativa<sup>1</sup> no constituyen un grupo homogéneo en relación con su comportamiento en los mercados. Su principal característica estriba en el objetivo de obtener rentabilidad con independencia de la evolución de los mercados, lo que las hace atractivas para diversificar las carteras de los inversores, pero pueden utilizar para ello estrategias diversas y recurrir a una amplia gama de instrumentos. En contra de una creencia bastante extendida, no todas las instituciones de inversión de este tipo operan con un elevado apalancamiento.

Este documento trata de arrojar algo de luz sobre un sector del que se dispone de cifras sólo de manera aproximada, dado que se encuentra prácticamente al margen de la regulación y supervisión. En la siguiente sección se repasan las principales características que se suelen asociar con estas instituciones y sus principales magnitudes. En la sección tres se describen las estrategias de inversión que utilizan con mayor frecuencia. La sección cuatro contiene un breve resumen de los trabajos más relevantes de la literatura académica. La sección cinco repasa la regulación del sector en las principales economías y las tendencias más recientes en la materia. Finalmente, en la sección seis se aborda el sector desde el punto de vista de los objetivos de la regulación. En concreto, se analiza su potencial en la generación de crisis sistémicas y su impacto en la protección del inversor, dado el desconocimiento que existe en general sobre estas instituciones. La sección siete contiene las conclusiones principales del documento.

---

<sup>1</sup> O instituciones de gestión alternativa.



## 2. Concepto y evolución del sector

### 2.1. Qué son las instituciones de inversión alternativa

No existe una definición clara e inequívoca sobre las instituciones de inversión alternativa, pero sí es posible recopilar las definiciones que han dado diversas instituciones públicas y privadas a lo largo del tiempo con el fin de extraer algunas conclusiones sobre las mismas. Su denominación original es "hedge funds", que significa "fondos de cobertura", pero hoy tiende a utilizarse la denominación "instituciones de inversión alternativa"<sup>2</sup> (en adelante IIA).

El término "hedge fund" se aplicó por primera vez en 1949 a un fondo gestionado por Alfred Winslow Jones, que combinaba posiciones en valores cortas y largas con el fin de realizar una cobertura de la cartera frente a los movimientos del mercado. La palabra *hedge* se refiere a la capacidad del fondo para cubrir el valor de sus activos. En la actualidad las IIA no se distinguen por ninguna estrategia concreta (según algunas clasificaciones pueden realizar más de 25 tipos de estrategias de inversión) ni por hacer operaciones de cobertura tradicionales, de hecho, en general son instituciones de riesgo elevado. Veamos algunas de las definiciones más relevantes:

*"Aunque no existe una definición reglamentariamente establecida, el término recoge cualquier vehículo de inversión colectiva que esté organizado de forma privada, gestionado por sociedades profesionales y no disponible para el público de forma general"*. Esta es la definición del Grupo de Trabajo sobre Mercados Financieros<sup>3</sup>, que en 1999 publicó un informe sobre estos fondos, su apalancamiento y las consecuencias del mismo, después del colapso de LTCM.

El grupo de trabajo citado también aludió a sus técnicas de inversión: *"[Las IIA] pueden vender valores en corto (short selling) y comprar valores mediante apalancamiento (leverage). Aunque esta actividad no es exclusiva de estos fondos, utilizan el apalancamiento de forma agresiva. Las IIA también se diferencian en el uso de diferentes tipos de instrumentos financieros. Muchas operan con renta variable o fija, tomando posiciones cortas o largas<sup>4</sup>, o a veces ambas simultáneamente."*

La agencia de regulación y supervisión del Reino Unido, FSA<sup>5</sup>, definió este tipo de instituciones según las características asociadas a las mismas de forma más frecuente<sup>6</sup>. De acuerdo con la FSA, las IIA "normalmente:

<sup>2</sup> Aunque en este documento se identifican las instituciones de inversión alternativa (IIA) con los "hedge funds", es necesario aclarar que existe otro gran conjunto de inversiones alternativas, conocidas genéricamente como capital-riesgo, que no se abordarán en este trabajo.

<sup>3</sup> *Report of The President's Working Group on Financial Markets: "Hedge funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management"*, 1999. El trabajo fue elaborado conjuntamente por cuatro instituciones norteamericanas: el Departamento del Tesoro, la Comisión del Mercado de Valores (SEC, Securities Exchange Commission), la Reserva Federal y la Comisión del Mercado de Futuros de Mercancías (CFTC, Commodity Futures Trading Commission).

<sup>4</sup> Mediante las posiciones cortas, el inversor se beneficia del descenso del precio de los activos, mediante las posiciones largas (que responden a las adquisiciones tradicionales de activos financieros), el rendimiento se obtiene mediante subidas en el precio de los activos.

<sup>5</sup> Financial Services Authority.

<sup>6</sup> Discussion Paper 16: "Hedge Funds and the FSA". Agosto 2002.

- están organizadas como sociedades de inversión privadas o instituciones de inversión extranjeras (*off-shore*);
- utilizan un conjunto de estrategias de inversión muy variadas en un conjunto de mercados;
- emplean una variedad de estrategias e instrumentos financieros, que frecuentemente incluye la venta en corto, la operativa en derivados y el apalancamiento;
- pagan comisiones sobre los resultados obtenidos a los gestores; y
- cuentan con una base de inversores compuesta por individuos e instituciones de rentas o patrimonios elevados y suelen tener una cifra mínima de inversión relativamente alta para poder acceder a estas instituciones (más de 100.000 dólares para la mayoría de los fondos)."

El Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS) publicó en 1999 un informe sobre las interacciones entre los bancos y las instituciones de elevado apalancamiento (IEA<sup>7</sup>) recogiendo algunas características de estas instituciones<sup>8</sup>:

- están sometidas a reducida o ninguna regulación y supervisión;
- están sujetas a escasas obligaciones de información; y
- normalmente presentan un apalancamiento elevado, considerando apalancamiento como el cociente entre riesgo, expresado en algún denominador común, y el capital.

Cuadro 1.

**Características de las instituciones de inversión tradicionales frente a las instituciones de inversión alternativa**

<b>Instituciones de inversión tradicional</b>	<b>Instituciones de inversión alternativa</b>
Fondos registrados	Fondos sin registrar (en general)
Orientados hacia rentabilidades relativas	Orientados hacia rentabilidades absolutas
Rentabilidades altamente dependientes de la evolución de un <i>benchmark</i>	Rentabilidades altamente dependientes de la capacidad del gestor
Alta correlación con los mercados	Reducida correlación con los mercados
Limitación del uso de instrumentos financieros y mercados: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Apalancamiento</li> <li>- Ventas en corto</li> <li>- Derivados</li> </ul>	Rango amplio de instrumentos financieros y mercados: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Apalancamiento</li> <li>- Ventas en corto</li> <li>- Derivados</li> </ul>
Comisiones sobre la gestión del fondo	Comisiones sobre la gestión y los resultados de la inversión
El gestor del fondo no es inversor del fondo	El gestor del fondo suele ser inversor del fondo, a veces con una participación significativa
No requieren inversión mínima elevada	Requieren, en términos generales, inversiones mínimas elevadas
Abiertos	Cerrados

<sup>7</sup> HLI, *Highly Leveraged Institutions*, en terminología anglosajona.

<sup>8</sup> "Bank's Interactions with Highly Leveraged Institutions", Basle Committee on Banking Supervision. Enero 1999.

IOSCO<sup>9</sup>, organización internacional de referencia en materia de regulación de los mercados de valores, aceptó en términos generales la definición del BIS en su informe sobre IIA y otras IEA<sup>10</sup>, aunque resaltó dos características más: (i) la importancia de la actividad de *trading* por cuenta propia en los mercados financieros y (ii) la preferencia por las jurisdicciones extranjeras.

Organizaciones como la MFA (*Managed Funds Association*, Asociación de Fondos Gestionados) han definido las IIA de forma amplia, como aquellas ofertadas de forma privada que son gestionadas por sociedades profesionales.

Finalmente, existe un grupo de definiciones que resaltan de forma específica el hecho de que las IIA persiguen rendimientos absolutos (frente a rendimientos relativos); es decir, buscan alta rentabilidad con independencia de la evolución de los mercados. A diferencia de los fondos de gestión tradicional, que intentan tener un comportamiento más favorable que una referencia (*benchmark*) de mercado concreta (crecer más en momentos de subida y descender menos en momentos de bajada) o, simplemente, replicar su trayectoria, las IIA buscan siempre una rentabilidad positiva en todas las condiciones de mercado. Es esta forma de operar la que explica su denominación como "*instituciones de inversión o gestión alternativa*".

## 2.2. El sector en cifras

El hecho de que estas instituciones de inversión se hayan desarrollado prácticamente al margen de la regulación (y, por tanto, de la supervisión) impide disponer de cifras sobre la magnitud de este sector con relativa exactitud. No obstante, diversas instituciones financieras<sup>11</sup> ofrecen estimaciones aproximadas sobre la evolución del número de estos fondos y de los activos gestionados, y también sobre las rentabilidades que han ofrecido según la estrategia utilizada<sup>12</sup>. Es importante tener en cuenta que: (i) las estadísticas existentes se basan en la información que proporciona un número elevado de IIA a cambio de determinadas contraprestaciones y (ii) las cifras pueden llegar a tener discrepancias significativas según las instituciones que las publican.

Los datos disponibles sugieren que el crecimiento de los activos gestionados por estos fondos ha sido extraordinario desde 1999. Algunas estimaciones indican que los activos de las IIA gestionados rondaban los 100.000 millones de dólares en los primeros años de la década de los noventa, que en 2000 estaban cerca de los 500.000 y ya en 2003, la cifra podría superar los 700.000 millones de dólares. Otras estimaciones indican que en dos o tres años los activos gestionados por las IIA podrían alcanzar el billón de dólares.

En cuanto al número de IIA, las cifras apuntan a un aumento progresivo desde unas 2.000 a principios de los noventa hasta algo más de 7.000 a finales de 2002. En esta fecha, cerca de tres cuartas partes de estos fondos serían de tamaño medio-reducido (activos menores a los 100 millones de dólares) y sólo algo más del 3% superarían los 500 millones de dólares. En el cuadro 2 se han recogido otras características de estas instituciones. Destaca, por ejemplo, la elevada inversión mínima que se exige a los suscriptores, el escaso número de días hábiles al año para realizar suscripciones y reembolsos y la elevada comisión que obtiene el gestor por los resultados (y que es independiente de la comisión de gestión).

<sup>9</sup> *International Organization of Securities Commissions* (Organización Internacional de Comisiones de Valores).

<sup>10</sup> "*Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*". IOSCO. Noviembre 1999.

<sup>11</sup> Van Hedge Advisors Inc. ([www.vanhedge.com](http://www.vanhedge.com)), Tremont Capital Management Inc. ([www.tremont.com](http://www.tremont.com), [www.tassresearch.com](http://www.tassresearch.com)), Managed Account Reports Inc. ([www.marhedge.com](http://www.marhedge.com)).

<sup>12</sup> Una explicación más detallada sobre las principales estrategias inversoras de estos fondos se encuentra en el siguiente apartado.

Las estimaciones que ofrecen diversas instituciones financieras sugieren que, en períodos largos de tiempo, las instituciones de inversión alternativa superan en rentabilidad a las principales referencias del mercado, mientras que su volatilidad es menor que la correspondiente a las referencias de renta variable y mayor que las de renta fija.

Cuadro 2.

### Características generales de las IIA (1T03)

	Media	Mediana	Moda
Tamaño del fondo (millones US\$)	120	33	3
Edad del fondo (años)	6,3	5,5	3
Inversión mínima exigida (US\$)	630.414	500.000	1.000.000
Número de días al año para acceder al fondo	27	12	12
Número de días al año para salir del fondo	22	4	4
Comisión de gestión (%)	1,3	1	1
Comisión por resultados (%)	16,8	20	20

Fuente: Van Hedge Advisors Inc.

Así, por ejemplo, Van Hedge Advisors<sup>13</sup> estima que la rentabilidad media anual del conjunto de estos fondos desde 1988 hasta el tercer trimestre de 2003 fue del 15,8%, comparado con el 5,4% del índice MSCI de renta variable mundial<sup>14</sup> o el 11,9% del S&P 500<sup>15</sup> (ver cuadro 3), aunque en determinados ejercicios el índice de IIA fue batido por índices de renta variable (ver gráfico 1). La rentabilidad ajustada por riesgo (*ratio de Sharpe*<sup>16</sup>) del índice de IIA también es superior a la correspondiente a las referencias citadas, en promedio para el mismo período. En cuanto a la volatilidad, las estimaciones Van Hedge apuntan en la dirección indicada.

<sup>13</sup> La base de datos incluye información de cerca de 5.000 fondos. Los índices de rendimiento calculados se basan en los resultados mostrados por un subconjunto de fondos durante un periodo determinado. Si un fondo ha desaparecido en ese periodo de tiempo, la probabilidad de que aparezca en dicho subconjunto se reduce, por lo que los rendimientos estimados estarían sesgados al alza. Se trata del denominado sesgo de supervivencia, que afecta prácticamente a todas las bases de datos de IIA.

<sup>14</sup> Existen índices MSCI de renta variable, renta fija e IIA y son elaborados por Morgan Stanley Capital International Inc. El índice MSCI de renta variable mundial, diseñado para medir el comportamiento global del mercado de renta variable, está ponderado por la capitalización de mercado y desde diciembre de 2003 recoge los índices de renta variable de las siguientes 23 economías de mercado desarrolladas: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Italia, Japón, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y EE.UU. Por su parte, el índice MSCI de renta fija incluye la deuda soberana de 21 economías desarrolladas, 4 economías emergentes y 7 índices de rendimiento de Swap asiáticos.

<sup>15</sup> El índice S&P 500 es considerado como uno de los mejores indicadores de la evolución del mercado de renta variable estadounidense. Está elaborado con los datos de las 500 compañías más importantes de las industrias punteras de la economía. Aunque el índice se centra en las entidades de mayor capitalización (cubre más del 80% del mercado total), se considera como una aproximación excelente de la evolución del conjunto del mercado.

<sup>16</sup> Es una 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 se utiliza la tasa libre de riesgo), y su riesgo relativo (desviación estándar).

**Cuadro 3.**  
**Estadísticas de rentabilidad y riesgo**

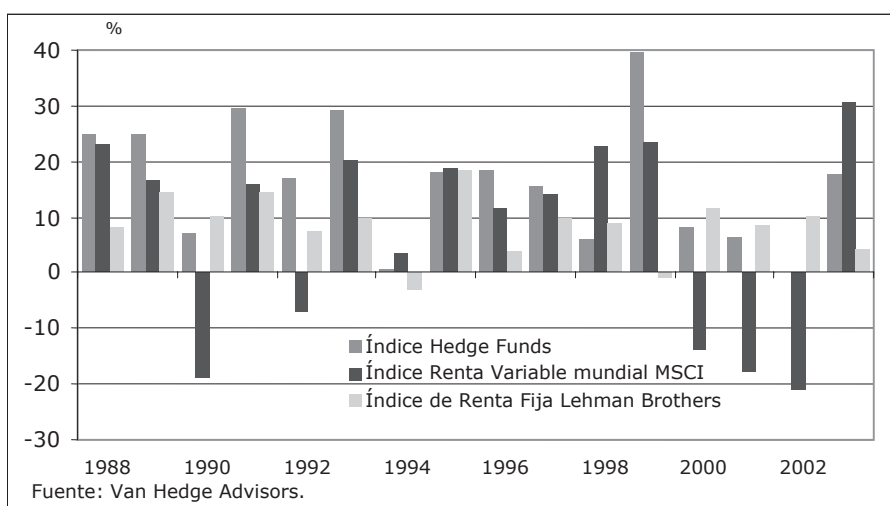
Enero 1988 - Septiembre 2003

	<b>Rendimiento anual neto compuesto</b>	<b>Desviación estándar</b>	<b>Ratio Sharpe</b>
Índice Van Global <i>Hedge Funds</i>	15,8%	8,7%	1,6
Índice MSCI Renta Variable Mundial	5,4%	16,3%	0,3
S&P 500	11,9%	15,5%	0,7
Índice Morningstar Fondos Inversión Renta Variable	9,2%	16,0%	0,5
Índice Renta Fija Lehman Brothers	8,5%	4,4%	1,5

Fuente: Van Hedge Advisors Inc.

Por su parte, los índices elaborados por CSFB/Tremont<sup>17</sup>, muestran un rendimiento acumulado de las IIA para el período 1993-2004 claramente superior al de otras referencias del mercado. De acuerdo con estas estimaciones, la rentabilidad anual media del conjunto de fondos en este período habría sido del 11%, frente a un 8,7% en el caso del S&P, un 6,3% en el caso del índice MSCI de renta fija y un 5,5% en el caso del índice MSCI de renta variable. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico 2, la superioridad en el rendimiento de las IIA no se produce si se consideran otros períodos más cortos. En cuanto a la volatilidad, las estimaciones de CSFB/Tremont confirman que el rendimiento de las IIA es más estable que el de las referencias de renta variable pero menos que el de las referencias de renta fija<sup>18</sup>.

**Gráfico 1.**  
**Rentabilidad media anual**

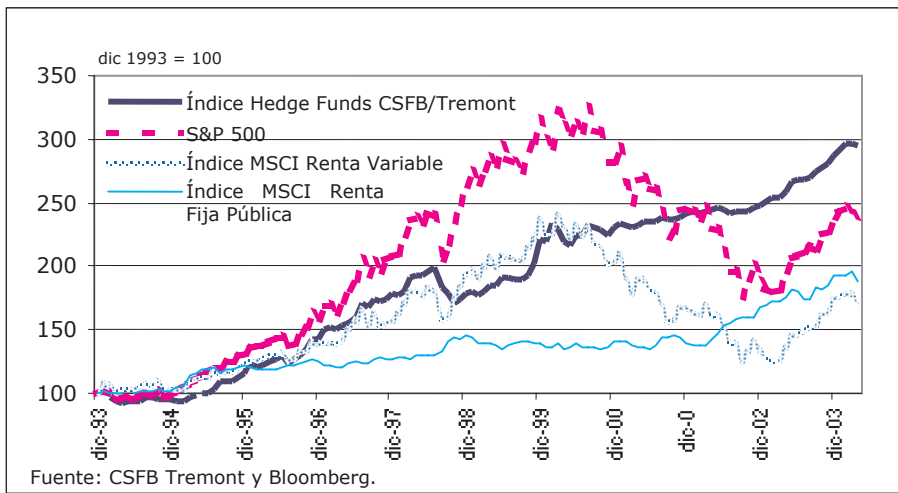


<sup>17</sup> Estos índices se nutren de las bases de datos TASS y CSFB/Tremont, que manejan datos de más de 3.000 fondos y también está sujeta a un determinado sesgo de supervivencia. Con el fin de minimizarlo, el índice no excluye los datos de aquellos fondos que están en proceso de liquidación y, por tanto, captura los potenciales rendimientos negativos de un fondo antes de su desaparición. Los datos de un fondo sólo se excluyen del índice cuando su actividad ha cesado completamente o cuando su información no cumple determinados requisitos.

<sup>18</sup> La volatilidad media anual de los rendimientos mensuales del conjunto de IIA desde dic-93 hasta abr-04 ascendió al 2,2%, frente al 4,3% en el caso del S&P, 4,0% del índice MSCI de renta variable mundial y 1,8% del índice MSCI de renta fija.



Gráfico 2.  
**Índices de rendimiento acumulado**



## 3. Estrategias de las IIA

### 3.1. Tipos de estrategias

El colectivo de IIA es muy heterogéneo respecto a las estrategias que siguen y los instrumentos que utilizan en ellas, lo que se traduce en una gran variedad en los resultados y los riesgos asumidos. A continuación se describen las estrategias principales de las IIA clasificadas en tres grandes grupos, que no son excluyentes ni unívocos<sup>19</sup>:

#### 3.1.1. Estrategias neutrales al mercado (*market-neutral*)

Estas estrategias intentan minimizar o reducir significativamente el riesgo de mercado. Este grupo extenso de fondos incluye a los denominados *long/short* y a casi todos los fondos que realizan estrategias de arbitraje. Tomando como base el modelo de valoración de activos CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), se pueden definir las estrategias neutrales al mercado como aquellas que dan lugar a inversiones con un  $\beta$  próximo a cero<sup>20</sup>. Así, estas estrategias persiguen un rendimiento independiente del mercado y superior a la tasa libre de riesgo, minimizando la volatilidad. El que en estos fondos se minimice el riesgo de mercado no quiere decir que estén exentos de riesgos (al final de la sección se hará una breve descripción de la totalidad de riesgos que pueden afrontar las IIA).

- a. **Largo/Corto en renta variable (*long/short equity*).** Probablemente las primeras IIA utilizaron esta estrategia. El fondo constituido por Alfred Winslow Jones se cita frecuentemente como el primero que combinó posiciones cortas y largas en renta variable y apalancamiento en una misma cartera de inversión. Creó un instrumento de inversión cuyo rendimiento dependía de la habilidad del gestor para elegir los activos, no de la dirección general del mercado. Manteniendo posiciones cortas y largas, la cartera de Jones era menos afectada por las fluctuaciones del mercado que las carteras tradicionales (de posiciones largas) y obtenía rentabilidad positiva si seleccionaban inversiones de largo plazo cuyo rendimiento excediera las de corto plazo. Además, Jones utilizó el apalancamiento para incrementar los resultados, asumiendo posiciones mayores del 150% del capital total del fondo. Este tipo de estrategias tuvo tanto éxito que su uso se extendió rápidamente.

<sup>19</sup> Existen diversas clasificaciones de las estrategias de las IIA. La que se expone a continuación se basa en la clasificación general que hizo la FSA en un informe reciente sobre estas instituciones, que está en línea con la que realiza el *Financial Stability Forum* (FSF, Foro sobre Estabilidad Financiera). No obstante, también se han tomado otras referencias bibliográficas en su elaboración. La SEC en un informe reciente sobre las implicaciones del crecimiento de las IIA ("*Implications of the Growth of Hedge Funds*", sep. 2003) da una aproximación algo diferente aunque, en términos generales, se pueden extraer conclusiones similares. Eso sí, el resultado de estas clasificaciones alternativas es que, en ocasiones, las estadísticas que se ofrezcan no serán homogéneas pues dependerán del proveedor de los datos.

<sup>20</sup> La ecuación que relaciona el rendimiento de un activo ( $R_i$ ) con el de un *benchmark* de mercado ( $R_M$ ) recogida por el CAPM es:  $(R_{it} - R_{0t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot (R_{Mt} - R_{0t}) + \varepsilon_{it}$ , donde  $R_0$  es la tasa libre de riesgo. El coeficiente  $\beta$  es conocido como riesgo sistemático.

Por el momento, este tipo de estrategia continúa siendo la más utilizada por las IIA. Se estima que más de 4.000 fondos pueden estar siguiendo sus directrices. En términos generales, los gestores utilizan modelos de inversión basados en algún tipo de análisis fundamental que les da valores intrínsecos para activos determinados. Si el valor de mercado observado de estos activos es menor que aquel valor intrínseco, el fondo tomará una posición larga (pues espera beneficiarse de subidas en el precio del activo); por el contrario, si el valor de mercado es mayor que el valor intrínseco estimado, el fondo tomará una posición corta en el mismo (espera beneficiarse de caídas en el precio).

En términos generales, el rendimiento de una estrategia *long-short* se puede describir como:

$$R_{LS} = \alpha_L - \alpha_S + R_0 + (\beta_L - \beta_S) \cdot R_M,$$

donde:

$\beta_L$  y  $\beta_S$ , indican respectivamente los riesgos sistemáticos de la posición larga (L) y de la posición corta (S);

$R_M$  es el exceso de rendimiento del mercado sobre la tasa libre de riesgo:  $R_0$ ;  $\alpha_L$  y  $\alpha_S$  indican el rendimiento obtenido gracias a la habilidad del gestor en la elección de los títulos para tomar posiciones largas (L) y cortas (S).

Cuanto más parecidos sean los riesgos sistemáticos de la posición larga y corta, más neutral al riesgo será la IIA, en el sentido de que su rentabilidad prácticamente no dependerá de la evolución del mercado. En este caso, los fondos se conocen como "largo/corto en renta variable neutral al mercado" (*long/short equity market neutral*) y su rentabilidad se puede expresar como:

$$R_{LS} - R_0 = \alpha_L - \alpha_S, \text{ que también se puede expresar como } R'_{LS} = R_L - R_S,$$

donde:

$R'_{LS}$  es el exceso de rendimiento del fondo sobre la tasa libre de riesgo;

$R_L$  es el exceso de rendimiento de la posición larga del fondo sobre la tasa libre de riesgo;

$R_S$  es el exceso de rendimiento de la posición corta del fondo sobre la tasa libre de riesgo.

Aunque, como se ha comentado anteriormente, se trata de un tipo de estrategia que se basa en algún tipo de análisis fundamental a la hora de valorar los activos financieros, la diversidad de las aproximaciones tomadas por los gestores es amplísima, con lo que se puede decir que en las estrategias *long/short*, la rentabilidad obtenida depende más directamente de la capacidad del gestor que en el caso de las otras estrategias de las IIA.

El análisis del universo de gestores desde el punto de vista del inversor se puede hacer teniendo en cuenta tres aspectos:

- i. La estrategia de inversión. Tiene en cuenta si el gestor está especializado en un sector o en una zona geográfica, si su cartera suele tener algún sesgo prolongado en el tiempo (posición corta, neutral o larga), si tiene en cuenta variables como la liquidez de los activos, si está habituado al uso de derivados, etc...

- ii. El proceso de investigación o análisis. Aunque el estilo de inversión sea similar, el proceso de análisis de cada gestor puede presentar grandes diferencias, que son relevantes desde el punto de vista del inversor.
- iii. La gestión de la cartera. Quizá éste sea el factor que pueda informar con mayor claridad del binomio rentabilidad-riesgo de este tipo de fondos. Se ha dado el caso de que analistas de reconocida competencia han fracasado en la gestión de estos fondos por falta de habilidad en el ámbito de la gestión de la cartera. En este ámbito son importantes los temas de concentración de activos, los límites a las posiciones, las reglas para evitar pérdidas determinadas (*stop-loss rules*), la elección del momento (*market timing*) y la frecuencia de compras y ventas, etc...

**b. Arbitraje.** Las estrategias de arbitraje constituyen el segundo gran grupo de las denominadas neutrales al mercado. Estas técnicas, que tratan de explotar las discrepancias de precio entre valores que están estrechamente relacionados, suelen reducir el riesgo de las IIA que las utilizan. Algunas estimaciones indican que cerca del 20% de los activos totales de las IIA está invertido en estrategias relacionadas con el arbitraje. Su rendimiento parece estar por debajo de la media de estos fondos, pero por encima de algunas referencias significativas del mercado<sup>21</sup>.

Dentro de las estrategias de arbitraje, las más importantes hacen referencia al arbitraje de bonos convertibles (37%), arbitraje de fusiones<sup>22</sup> (27%), arbitraje de renta fija (19%) y arbitraje estadístico (7%). No obstante, existen otras categorías de arbitraje de peso reducido que no se detallarán a continuación, como las de valor relativo (5%), derivados (2%) e hipotecario (2%).

**b.1 Arbitraje de bonos convertibles (*convertible arbitrage*).** Trata de tomar ventaja de una valoración discutible de la opción, que incluye un valor convertible en acciones emitido por una entidad (normalmente bonos convertibles). Habitualmente, el gestor compra el bono convertible y vende en corto el correspondiente valor. De este modo, al final del periodo correspondiente, se adquieren las acciones a cambio del bono y se devuelve el préstamo de acciones que se había tomado al principio. Con este tipo de estrategias se suelen obtener *cash-flows* positivos con independencia de la evolución del precio de la acción en el periodo de referencia.

En estas estrategias de arbitraje, el gestor debe considerar varias cuestiones:

- i. La calificación crediticia del valor de renta fija y su posible evolución (puede influir sobre la posición larga en el valor de renta fija).
- ii. La valoración de la opción sobre las acciones que está incluida en el valor convertible de renta fija: ¿es barata? ¿cuál es la volatilidad implícita de la opción? ¿cómo puede evolucionar esta volatilidad?
- iii. La valoración de la liquidez, tanto de los títulos de renta fija como de las acciones. En caso de iliquidez, habría que estimar una prima por este concepto.
- iv. ¿Es posible pedir prestadas las acciones? ¿Cuál sería el coste?
- v. ¿Es posible que la entidad tome alguna acción que pueda amenazar el valor de los títulos convertibles?

**b.2 Arbitraje de renta fija (*fixed income arbitrage*).** Persigue capturar las valoraciones erróneas que se producen entre los mercados de renta fija y los derivados

<sup>21</sup> Ver sección siguiente.

<sup>22</sup> Esta estrategia se detallará en las estrategias dirigidas por acontecimientos del mercado.

asociados y dentro de los mismos. Se pueden explotar las anomalías en la curva de tipos de interés, las diferencias de volatilidad; se puede arbitrar con futuros sobre bonos *versus* el bono subyacente y finalmente, se pueden aprovechar las lagunas fiscales. Normalmente, este tipo de estrategias necesita de gran apalancamiento para generar resultados significativos y este apalancamiento se basa en las operaciones repo, con lo que al final la liquidez de estos fondos está muchas veces en manos de las sociedades de valores miembros del mercado.

b.3 Arbitraje estadístico (*statistical arbitrage*). Bajo esta estrategia se trata de detectar parejas de activos cuyos precios están altamente correlacionados en las que se haya producido una desviación respecto a la relación histórica. El rendimiento de esta estrategia se obtiene cuando el precio de los activos revierte a dicha relación histórica. Como es habitual, el gestor comprará el activo infravalorado y venderá el sobrevalorado. Este tipo de estrategias utiliza para su análisis las técnicas clásicas de series temporales (autorregresión, análisis de cointegración, etc...).

### **3.1.2. Estrategias dirigidas por acontecimientos del mercado (*event-driven strategies*)**

En este caso, se persigue extraer beneficio de acontecimientos concretos como quiebras, fusiones o adquisiciones de entidades. En este grupo de estrategias se destacan dos tipos: aquellas que se centran en valores con dificultades y otras que realizan arbitraje en operaciones tales como fusiones:

**a. Valores en "dificultades" (*distressed securities*)**. El gestor del fondo invierte en valores (deuda o acciones) de empresas que se encuentran en dificultades financieras y que, en teoría, son baratos. Estas empresas pueden estar en diversas situaciones: próximas a la declaración de quiebra, en reorganización a causa de quiebra ya producida o en fase de recuperación desde una quiebra. La compra de los valores se realiza únicamente si el gestor está convencido de que la reorganización o reestructuración de la compañía se va a realizar de forma satisfactoria y de que la compañía volverá a ser rentable, lo que derivaría en una revalorización de los valores adquiridos. En algunas ocasiones los gestores deciden tomar posiciones cortas en los valores si perciben que la situación de la compañía puede empeorar a corto plazo.

**b. Arbitraje de fusiones (*risk/merger arbitrage*)**. Los gestores tratan de aprovechar los cambios que se producen en el precio de un valor con motivo de una fusión o una adquisición. Normalmente, cuando se anuncia la adquisición de una compañía o la fusión de dos compañías, el valor de las acciones de la compañía adquirida suele aumentar, mientras que el de las acciones de la adquirente suele disminuir. El crecimiento en el precio de las acciones de la compañía adquirida en el mercado no suele alcanzar el precio que la oferente está dispuesta a pagar, ya que el mercado descuenta una cierta probabilidad de que la operación no finalice como se espera (éste es el mayor riesgo de esta estrategia).

Si la empresa adquirente ofrece un determinado número de acciones propias por las acciones de la adquirida, las IIA tomarán normalmente una posición larga en los valores de la empresa adquirida y corta en los valores de la empresa adquirente. Si la empresa adquirente no oferta este intercambio, la IIA únicamente tomará una posición larga en los valores de la empresa adquirida.

### 3.1.3. Estrategias de tendencia del mercado (*market trend strategies*)

Explotan las tendencias del mercado en renta variable, renta fija o materias primas. En este grupo podemos distinguir dos subgrupos básicos en función de su estrategia, los fondos macro globales y los de venta en corto (*short-selling*), aunque también cabría distinguir como subgrupo específico a los fondos que desarrollan estas estrategias mediante la gestión con futuros (*managed futures*):

Macro Globales. Los fondos englobados en esta categoría pueden usar casi cualquier estrategia para tomar posiciones cortas y largas en valores, futuros, *forwards*, opciones, mercancías o cualquier otro activo, incluyendo los inmobiliarios y los de capital-riesgo.

Las decisiones de los gestores se basan en análisis económicos "*top-down*"<sup>23</sup> sobre las condiciones macroeconómicas actuales, más que en el análisis fundamental con carácter más microeconómico o en el análisis técnico. Realizan previsiones sobre el cambio en el valor de los activos y toman las posiciones apropiadas<sup>24</sup>. Como en las estrategias *long/short*, el rendimiento de este tipo de estrategias depende en extremo de la capacidad del gestor. En términos generales, las IIA macro globales superan en tamaño a la media del total de IIA. No obstante, su número es reducido. Obtienen rentabilidades superiores a las del sector<sup>25</sup>, pero también son más volátiles, por lo que son apropiados para inversores con un horizonte de inversión de largo plazo.

Uno de los gestores de IIA más conocidos en este tipo de estrategias es George Soros<sup>26</sup>; de hecho, hay quien afirma que debería ser reconocido como el creador de la mencionada estrategia. Algunas estimaciones sugieren que un agente cualquiera que hubiera invertido entre 1969 y 1995 de acuerdo con el modelo macro global ideado por Soros habría obtenido un 35% de rentabilidad anualizada. Soros intentaba tomar ventaja de las "grandes tendencias" que observaba en el mercado y que denominaba macro-tendencias. Dentro de estas grandes tendencias, elegía valores o grupos de valores. A partir de 1985, empezó a tomar posiciones en divisas<sup>27</sup>. En la base de su filosofía de inversión estaba su convicción de que la comprensión del mercado por parte de los agentes era inherentemente imperfecta<sup>28</sup>.

**a. Venta en corto (*short-selling*).** Tratan de aprovechar la expectativa de que el precio de un determinado valor va a descender. Para ello, el gestor realiza ventas en corto: pide prestado el valor y lo vende en el mercado. Al finalizar el periodo de referencia, se compran los valores en el mercado para devolverlos al prestamista (que recibe también una comisión por el préstamo). Si esta compra se realiza a un precio menor al que se vendió al principio, se producirá un beneficio; en caso contrario, se producirá una pérdida.

<sup>23</sup> Literalmente, de arriba a abajo. Se trata de una estrategia del análisis fundamental que consiste en iniciar la toma de decisiones mediante la valoración del entorno global para, posteriormente, ir concretando hasta llegar a una decisión de inversión. La secuencia de análisis empezaría por valorar el entorno internacional, la economía nacional, la situación de un sector concreto y finalmente la elección de un valor entre un grupo de valores. Esta técnica se opone a las de "*bottom-up*" que, también en el ámbito del análisis fundamental, se fija en los factores específicos de una compañía que pueden influir en su valoración.

<sup>24</sup> En este sentido, los fondos que utilizan esta estrategia son calificados como "especulativos".

<sup>25</sup> A menudo, las inversiones en divisas son las más rentables.

<sup>26</sup> George Soros comenzó gestionando un fondo de estrategia largo/corto en renta variable con cuatro millones de dólares para Arnhold & S. Bleichroeder en 1969. En 1973 el fondo, que fue renombrado como *Soros Fund*, gestionaba doce millones de dólares. En 1978 volvió a renombrar el fondo que pasó a denominarse *The Quantum Fund*. Este fondo invertía en el sector tecnológico principalmente. Entre 1981 y 1984 el fondo fue gestionado como un fondo de fondos. Desde 1985, añadió inversiones en divisas.

<sup>27</sup> Algunos afirman que una de las operaciones más famosas protagonizadas por George Soros tuvo que ver con la salida de la libra esterlina del Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM, *Exchange Rate Mechanism*) del Sistema Monetario Europeo en 1992.

<sup>28</sup> Soros observó comportamientos similares en diferentes mercados y llegó a la conclusión de que se producía una divergencia innata entre las expectativas de los agentes que tomaban parte en acontecimientos determinados y el resultado final de dichos acontecimientos. Sus tesis fueron publicadas en 1987 aplicadas a varios ejemplos en su libro "La Alquimia de las Finanzas" ("*The Alchemy of Finance*").

**b. Gestión con futuros (managed futures).** Más que por un tipo de estrategia, estos fondos se caracterizan por los instrumentos que utilizan para obtener rendimiento; en este caso los futuros. Los gestores de estos fondos operan con futuros financieros (sobre índices de valores, tipos de cambio, y tipos de interés) y con futuros sobre mercaderías<sup>29</sup> (petróleo, café, trigo, etc...). La mayoría de gestores utilizan análisis fundamental, análisis técnico o una combinación de ambos con el fin de detectar comportamientos históricos que se pueden modelizar matemáticamente y que pueden volver a ocurrir en el futuro. Se trata de fondos que utilizan un apalancamiento elevado y se pueden calificar como de alto riesgo.

En el cuadro siguiente se describen los principales riesgos asociados a las IIA con independencia de la estrategia seguida y algunas formas de mitigarlos, bien por parte de los inversores o bien por parte de los gestores de los fondos.

Cuadro 4.

**Riesgos de las IIA y estrategias de reducción**

Descripción del riesgo	Forma de mitigarlo (por parte de los inversores o gestores de los fondos)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Riesgo de negocio</u>: Muchas IIA son de reciente creación con infraestructuras o equipos de inversión nuevos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diligencia apropiada.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Riesgo de crédito</u>: Pérdida potencial debido al impago de un emisor o al descenso del <i>rating</i> de dicho emisor.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Establecimiento de parámetros de inversión como <i>rating</i> mínimos, límites a la concentración.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Riesgo de contraparte</u>: similar en naturaleza al riesgo de crédito, se refiere usualmente a pérdidas potenciales debidas al fallo de un miembro del mercado en el cumplimiento de sus obligaciones.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Establecimiento de límites a la exposición. Requiere el cálculo de la exposición respecto a cada contraparte y la estimación de pérdidas esperadas y no esperadas.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Riesgo de liquidez</u>: Límite al crédito por parte de los prestamistas (especialmente importante para los gestores que utilizan elevados apalancamientos) que puede obligar a deshacer posiciones en condiciones desfavorables.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento de las reservas en efectivo y de la diversificación.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Riesgo de mercado</u>: Pérdida potencial provocada por los factores de riesgo inherentes al mercado.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Comprensión de la estrategia del gestor, establecimiento de parámetros y seguimiento. Cálculo de medidas de riesgo.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Riesgo operacional</u>: Pérdida potencial debido a los fallos en los procesos o sistemas relacionados con la contabilidad, los ingresos y los pagos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seguimiento de la capacidad operacional del gestor.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Riesgo de personal</u>: Es más importante cuanto mayor sea la dependencia de la rentabilidad de la inversión de la calidad del gestor (alpha).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Seguimiento regular del gestor.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Presión en posiciones cortas</u>: similar al riesgo de iliquidez, se refiere al riesgo de que el gestor deba cubrir la posición corta de forma inoportuna.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Utilización de los valores que se pueden prestar más fácilmente y límites a las posiciones cortas individuales.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>Riesgo de estructura</u>: Riesgos relacionados con la conveniencia de la inversión, sus condicionantes legales e impositivos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asesoramiento independiente sobre temas legales y fiscalidad. Disponibilidad de informe detallado sobre la política de inversión.</li> </ul>

<sup>29</sup> En este último caso son conocidos como CTA (*Commodity Trading Advisor*) en terminología anglosajona o CPO (*Commodity Pool Operator*).

### 3.2. Descripción cuantitativa de cada estrategia

En esta sección se presentan algunos datos de las diferentes categorías de IIA por estrategias (ver anexo) que proporcionan alguna idea sobre su desarrollo o utilización. Los datos, cuya fuente es Van Hedge Advisors Inc., tienen una cobertura mundial. En relación a la importancia de cada grupo, resalta el predominio de las estrategias neutrales al mercado, que a finales de 2002 podían acumular cerca del 60% de los activos gestionados por el sector<sup>30</sup> (ver cuadro 5). A continuación, destacarían las estrategias de tendencia del mercado, con una importancia cercana al 18% y finalmente estarían las estrategias dirigidas por acontecimientos del mercado (9%) y otros tipos de estrategias (14%).

Respecto al apalancamiento, cerca de un 30% de los fondos no utilizaría el apalancamiento en su operativa y, del resto, un 45% utilizaría un apalancamiento reducido. Entre las estrategias más apalancadas destacan algunas de las neutrales al mercado, las estrategias macro global y las de arbitraje (aunque no son necesariamente las más rentables). Entre las menos apalancadas destacan las estrategias sobre valores con dificultades y las que se centran en mercados emergentes (ver cuadro 5).

En cuanto a la combinación rentabilidad-riesgo de estas estrategias, se han comparado las estimaciones de dos fuentes de datos distintas<sup>31</sup> y, con la salvedad que se debe hacer debido a los diferentes periodos muestrales y a las metodologías para el cálculo de las rentabilidades y volatilidades que se utilizan, las conclusiones que se obtienen de ambas son similares (ver cuadro 5 y gráficos del anexo). Así, como se aprecia en el cuadro 5, las estrategias más rentables del conjunto de IIA son las macro globales y las de valores en dificultades, que también mostrarían mayor volatilidad que la media de estos fondos. Otras estrategias neutrales al mercado como las *long/short equity* o las *long/short market neutral* también ofrecen rentabilidades en la media de estos fondos o ligeramente superiores (por encima de otras referencias del mercado) con una volatilidad reducida.

Entre las estrategias de menor rentabilidad destacan las de ventas en corto y las de mercados emergentes. En ambos casos, sus rendimientos muestran la mayor volatilidad del universo de IIA en el periodo considerado. Las estimaciones no son concluyentes para algunas estrategias de arbitraje o para aquellas que utilizan varias estrategias, que pueden estar influenciadas por el diferente periodo muestral considerado<sup>32</sup>.

---

<sup>30</sup> La asignación de estrategias a cada grupo ha sido realizada por la autora del documento.

<sup>31</sup> Van Hedge Advisors Inc. (periodo 1988-2002) y CSFB/Tremont (1994-2003).

<sup>32</sup> Algunas estrategias de arbitraje muestran rendimientos anormalmente elevados entre los años 1998 y 1993, periodo que no contempla una de las fuentes utilizadas.



**Cuadro 5. Descripción cuantitativa de los subgrupos de IIA en función de su estrategia**

Tipo de estrategia	Denominación*	Peso (%)	Apalancamiento (% de fondos que)			Rentabilidad (%)	Desviación estándar (%)	Ratio de Sharpe (%)
			No utilizan apalancamiento	Sí utilizan apalancamiento				
				Reducido (<2:1)	Elevado			
			dic-02					
Neutrales al mercado	Valor relativo (1)	22	26,3	56,3	17,4	16,9	11,9	1,2
	Arbitraje Neutral al Mercado	14	18,3	22,8	58,8	14,0	5,3	2,2
	Oportunista (2)	12	20,8	44,5	34,7	20,2	11,9	1,5
	Cobertura de valores (3)	7	25,4	29,5	45,1	16,5	4,9	2,9
	<i>Market Timing</i> (4)	4	38,2	59,3	16,2	17,5	10,4	1,5
Dirigida por acontecimientos	Situaciones especiales (5)	6	20,7	60,1	19,2	17,8	9,1	1,7
	Valores en dificultades	3	48,2	45,6	6,1	18,2	12,1	1,3
Tendencia	Macro Globales	4	11,3	37,1	51,6	17,4	12,1	1,3
	Ventas en corto	1	32,6	44,2	23,3	4,0	22,1	0,2
	Crecimiento agresivo (6)	13	24,5	59,3	16,2	17,6	17,9	0,9
Otros	Mercados Emergentes (7)	8	36,3	46,8	16,9	15,6	23,5	0,7
	Varias Estrategias (8)	3	30,1	38,8	31,0	15,3	10,2	1,3
	Renta fija (9)	3	43,2	29,7	27,0	10,2	4,8	1,7
<b>TOTAL</b>		<b>100</b>	<b>27,0</b>	<b>45,1</b>	<b>27,9</b>	<b>16,3</b>	<b>9,1</b>	<b>1,5</b>

(1) Análoga a la definida como *long/short equity*.

(2) La aproximación del gestor cambia en el tiempo para tomar ventaja de las condiciones de mercado actuales y de las oportunidades de inversión. Es probable que las condiciones de mercado cambien.

(3) Análoga a la definida como *long/short equity market neutral*.

(4) El gestor intenta predecir los movimientos a corto plazo de varios mercados y toma las posiciones apropiadas para capturar las ganancias de mercado y evitar las pérdidas.

(5) Análoga a la definida como arbitraje de fusiones.

(6) El gestor invierte en valores que cree que experimentarán un crecimiento fuerte. Utilizan análisis fundamental y tienden a invertir en compañías de pequeña o mediana capitalización.

(7) La inversión del gestor se realiza en valores emitidas por empresas o gobiernos pertenecientes a economías en desarrollo.

(8) Los gestores utilizan dos o tres estrategias que definen previamente.

(9) El gestor invierte básicamente en valores de renta fija, pero su estrategia no se puede encuadrar en ninguna de las anteriores.

(9) El gestor invierte básicamente en valores de renta fija, pero su estrategia no se puede encuadrar en ninguna de las anteriores.

(\*) Clasificación realizada por la fuente de datos *Van Hedge Advisors Inc*. La asignación de esos tipos de fondos a un tipo de estrategia es propia.

## 4. La literatura académica y las IIA

La literatura académica sobre IIA han tenido tres grandes orientaciones. Un primer grupo de trabajos destaca las características de las inversiones alternativas frente a las tradicionales, dando idea de las ventajas que ofrecen para la diversificación de carteras. Un segundo grupo se centra en la evaluación de estos fondos (*performance analysis*). Finalmente, algunos trabajos destacados han tratado el papel de las IIA en la liquidez y las crisis del mercado.

### 4.1. Caracterización de las inversiones alternativas

Estos trabajos destacan las características diferenciales de las IIA frente a las instituciones de inversión tradicional, distinguiendo según el tipo de estrategia. El hecho de que los rendimientos de estas instituciones tengan una correlación reducida con el mercado<sup>33</sup> ha propiciado que una buena parte de los estudios hagan especial hincapié en las ventajas de la diversificación mediante las IIA<sup>34</sup>.

En este sentido, Amenc, Martellini y Vaissié (2003)<sup>35</sup> llegan a la conclusión de que la diversificación que ofrecen determinadas IIA tiene un carácter relativamente estable. En concreto, las IIA de estrategia "neutral al mercado" (*market neutral*) y "macro" mantendrían según sus estimaciones una correlación reducida con el mercado en cualquier condición del mismo (caída significativa, estabilidad, subida significativa), siendo, por tanto, los más adecuados para diversificar una cartera tradicional. El trabajo identifica dos tipos de fondos que permitirían al inversor aprovecharse de las subidas del mercado y estar cubierto frente a caídas en el mismo<sup>36</sup>, que son los de estrategias "*market timing*" y "*short selling*".

Finalmente, el estudio divide las IIA en dos categorías según el efecto que provocan en la diversificación. De un lado encontraríamos las "impulsoras de rentabilidad", es decir, aquellas que consiguen mantener el riesgo de una cartera y elevar el rendimiento esperado, y de otro lado estarían las "reductoras del riesgo", es decir,

---

<sup>33</sup> Recordar que estos fondos persiguen rentabilidad absoluta, independientemente de las condiciones del mercado. En este sentido, tienden a denominarse como fondos "puros de alpha" (por tanto, "beta reducida"). Alpha es el coeficiente que indica el rendimiento de una inversión independiente del mercado, mientras que beta indica la capacidad de la inversión para obtener rendimientos por encima (o debajo) del mercado (se trata de los coeficientes ya mencionados de la ecuación de valoración del CAPM).

<sup>34</sup> La importancia de la diversificación de las carteras aumenta cuando el mercado posee un tono bajista, lo que explica el protagonismo que han tomado estos estudios en los últimos años.

<sup>35</sup> Amenc, N., L. Martellini y M. Vaissié. 2003. "*Benefits and risks of alternative investment strategies*". *Journal of Asset Management*, vol. 4, nº 2, 96-118(23). (Beneficios y riesgos de las estrategias de inversión alternativa).

<sup>36</sup> El estudio advierte de las limitaciones de los cálculos de las correlaciones condicionales en las que se basan estas conclusiones. Por ello, el estudio hace estimaciones de correlaciones no condicionales y también obtiene diferencias para los diferentes grupos de IIA.

aquellas que al ser incluidos en una cartera tradicional mantienen la rentabilidad esperada y rebajan el riesgo<sup>37</sup>.

Si Amenc, Martellini y Vaissié (2003) analiza las correlaciones de los rendimientos de las diversas clases de IIA con el mercado (clases obtenidas según la estrategia que estos fondos declaraban utilizar de forma predominante<sup>38</sup>), Brown y Goetzman (2001)<sup>39</sup> y Hsieh y Fung (1999)<sup>40</sup> utilizan diversas técnicas estadísticas (por ejemplo, análisis de componentes principales) para clasificar los fondos en varios grupos (estilos), de manera que los rendimientos de los fondos de un grupo están correlacionados entre sí, pero no hay correlación entre grupos, ni con el mercado<sup>41</sup>. No obstante, a pesar de la diferencia metodológica, las conclusiones son similares: las IIA forman parte de un grupo relativamente heterogéneo, siendo posible identificar grupos que presentan rendimientos distintos (y no correlacionados) a los de los activos tradicionales y, por tanto, útiles para diversificar. Resaltan la importancia de esta evidencia en la construcción de carteras y en la gestión del riesgo.

## 4.2. Medidas del rendimiento y modelización del riesgo (performance)

A pesar del interés creciente sobre las IIA, no existe una literatura demasiado extensa sobre medidas específicas de evaluación de estos fondos, en parte, por la escasez de datos disponibles.

Los modelos utilizados para la evaluación del rendimiento de los activos han sufrido cambios importantes. Si bien en los años ochenta se utilizaban con frecuencia las medidas de rendimiento basadas en el CAPM<sup>42</sup>, el interés se ha desviado recientemente a los modelos multifactoriales. De los trabajos sobre IIA parece deducirse que no basta el análisis CAPM en el análisis de los rendimientos de estos fondos, pero no existe, por el momento, un modelo de valoración generalmente aceptado.

Entre los primeros trabajos en esta línea, destaca el realizado por Hsieh y Fung (1997)<sup>43</sup>, que parte de la estimación de la regresión de Sharpe para los fondos de inversión tradicionales y para las IIA. La ecuación propuesta por Sharpe en 1992 tiene la forma siguiente:

$$R_t = \alpha + \sum_k b_k F_{kt} + u_t$$

De este modo, el rendimiento de una cartera en el periodo t ( $R_t$ ) se entiende como la media ponderada de los rendimientos de un número determinado (k) de "clases de activos" ( $F_t$ ). En Hsieh y Fung (1997), la regresión de Sharpe toma ocho clases de activos (3 de renta variable, 2 de renta fija, un tipo a corto plazo, un tipo de

---

<sup>37</sup> Un problema general que se produce en los cálculos que toman los rendimientos de las IIA se deriva del "sesgo de supervivencia" ("survivorship bias"), que se produce por la posibilidad de que la muestra de datos de estos fondos no incluya los fondos que han desaparecido por sus malos resultados.

<sup>38</sup> Se trataría de la clasificación cualitativa ya comentada: largo/corto, arbitraje, macro, dirigida por acontecimientos, etc...

<sup>39</sup> Brown, S. J. y W. N. Goetzman. 2001. "Hedge funds with style". NBER Working Paper Nº 8173. (IIA con estilo).

<sup>40</sup> Fung, W. y D. A. Hsieh. 1999. "A primer on hedge funds". Journal of Empirical Finance, 6, 309-331. (Libro Elemental sobre IIA).

<sup>41</sup> En la práctica, en cada uno de estos grupos acababa predominando un tipo de estrategia (p.e: macro).

<sup>42</sup> Ver nota a pie de página 20.

<sup>43</sup> Fung, W. y D. A. Hsieh. 1997. "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: the case of hedge funds". Review of Financial Studies, 10(2), 275-302. (Características empíricas de las estrategias dinámicas: el caso de las IIA).

cambio ponderado y una mercancía) y funciona relativamente bien en el caso de los fondos de inversión tradicionales, pues se obtienen correlaciones significativas y positivas lo que apoya el hecho de que los fondos tradicionales mantienen estrategias de "compra y mantenimiento" (*buy-and-hold*) sobre determinados activos seleccionados. En el caso de las IIA, las correlaciones obtenidas son reducidas y en algunos casos negativas, lo que indicaría que están usando "estrategias dinámicas". El rendimiento de este tipo de fondos no dependería únicamente de la elección de los activos de los que extraer beneficio (como en los fondos tradicionales) sino que también sería función de la "estrategia de gestión", es decir, de la dirección (posición corta o larga) y de la cantidad (apalancamiento).

Hsieh y Fung (1997) proponen agrupar los fondos según sus "estilos" (identifican cinco), en la línea de los trabajos comentados<sup>44</sup>, y estimar la ecuación de Sharpe para cada estilo de una forma particular, teniendo en cuenta la no linealidad de las estrategias dinámicas<sup>45</sup>. Al final, llegan a la conclusión de que tres de los estilos identificados anteriormente siguen estrategias dinámicas en un conjunto de mercados. Por ejemplo, el estilo "seguidores de la tendencia del mercado"<sup>46</sup>, que se analiza posteriormente, tiene un rendimiento que se parece al que se obtiene por la compra de una *call* y una *put* sobre la renta variable norteamericana.

El trabajo citado pretende proporcionar un marco de análisis general para la evaluación del rendimiento y los tipos de gestión. El estudio también tiene implicaciones para la construcción de carteras, ya que la composición de la cartera y su riesgo dependerá no sólo de los activos con los que desea comerciar sino también de las estrategias que puede tomar (tradicionales *versus* dinámicas). No obstante, hay que señalar que el uso de estrategias dinámicas puede hacer la gestión del riesgo potencialmente más compleja según las preferencias de riesgo del inversor.

Un segundo trabajo destacable es el de Brown, Goetzmann y Ibbotson (1999)<sup>47</sup>. Aunque resaltan la elevada "tasa de mortalidad" de estos fondos, lo que dificulta el cálculo del rendimiento real obtenido por los inversores, los autores obtienen conclusiones interesantes. En conjunto, estos fondos poseen rentabilidades ajustadas por el riesgo positivas medidas bien a través del ratio de Sharpe<sup>48</sup> o del alpha de Jensen<sup>49</sup>, evidencia que también se comprueba para todos los estilos declarados por los gestores<sup>50</sup>. En cambio, no encuentran evidencia de una habilidad diferencial de los gestores de estos fondos que explique una parte del rendimiento obtenido.

Hsieh y Fung (2000)<sup>51</sup> también abordan el rendimiento de estos fondos de forma conjunta. Introducen una aproximación de la cartera de mercado del conjunto de IIA mediante el uso de una cartera de fondos de IIA. La idea es sencilla: si se quiere estimar la rentabilidad de las inversiones de las IIA, es natural observar la

---

<sup>44</sup> La idea es agrupar los fondos por lo que hacen, no por lo que dicen que hacen.

<sup>45</sup> La hipótesis de linealidad se refiere al supuesto de que los rendimientos de los activos financieros se distribuyen normalmente. Este supuesto es generalmente insostenible cuando se analizan rendimientos de carteras que incluyen opciones y otros productos derivados, habituales en las denominadas estrategias dinámicas.

<sup>46</sup> El trabajo define la estrategia "seguidores de la tendencia del mercado" como aquella que utiliza reglas técnicas para tomar decisiones de inversión que tratan de explotar las tendencias del mercado (distingue esta estrategia de la macro).

<sup>47</sup> Brown, S. J., W. N. Goetzmann y R. G. Ibbotson. 1999. "Offshore hedge funds: survival and performance, 1989-1995". *Journal of Business*, 72(1), 91-119. (IIA extranjeras: supervivencia y resultados: 1989-1995).

<sup>48</sup> Ver nota a pie de página 18.

<sup>49</sup> Se trata del coeficiente alpha de la ecuación del CAPM (ver nota 22) y da idea de la rentabilidad esperada de una cartera cuando el mercado obtiene un rendimiento similar al del activo sin riesgo.

<sup>50</sup> Salvo para el estilo "ventas en corto".

<sup>51</sup> Fung, W., y D. A. Hsieh. 2000b. "Performance characteristics of hedge funds and commodity funds: Natural vs spurious biases". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, nº 3, 291-307. (Características del rendimiento de las IIA y fondos sobre mercancías: Sesgo natural versus espúreo).

rentabilidad que han obtenido los inversores en IIA. En este contexto, los fondos de IIA representan las decisiones del inversor típico en carteras de IIA, con la ventaja de que para los fondos de IIA existen datos de calidad aceptable y de historia suficientemente larga. Los resultados evitan casi todos los sesgos que existen en las bases de datos tradicionales de estos fondos.

Capocci (2001)<sup>52</sup> estimó los rendimientos de estos fondos con los diversos modelos existentes (CAPM y modelos multifactoriales) y propuso un modelo propio que tuviera en cuenta el hecho de que muchos fondos invierten en mercados emergentes. Capocci (2001) concluyó que el modelo propuesto era capaz de explicar una parte significativa de la variación de las rentabilidades de las IIA a lo largo del tiempo, y que una cuarta parte de los fondos poseían rendimientos sobre la tasa libre de riesgo significativamente positivos. El trabajo también examinó la persistencia de los rendimientos de los fondos y concluyó que existía evidencia significativa sobre la superioridad de los resultados para el conjunto de fondos y para cada estrategia durante un periodo prolongado de tiempo (1985-2000). Los resultados no resultaron estables para periodos más cortos de tiempo (1985-1993 y 1994-2000).

Para finalizar, se han de destacar tres trabajos que tratan de tener en cuenta el hecho de que algunas IIA poseen exposiciones no lineales respecto al comportamiento de los activos tradicionales. Hsieh y Fung (2001)<sup>53</sup> parten de los resultados obtenidos en Hsieh y Fung (1997) y ahondan sobre la posibilidad de que mediante opciones de compra y venta existentes se puedan capturar las características más importantes de los rendimientos de las IIA caracterizadas como "seguidores de la tendencia del mercado". Incluso pueden explicar los rendimientos de estos fondos en condiciones extremas. Las implicaciones más importantes de sus resultados serían tres:

- i. Este tipo de estrategias tienen un riesgo sistemático, que no puede ser observado bajo las técnicas habituales de modelos factoriales lineales.
- ii. Con ellas se puede reducir la volatilidad de una cartera de renta variable y de renta fija en condiciones extremas.
- iii. Con opciones concretas se pueden construir índices de referencia sobre la rentabilidad de los fondos que utilicen este tipo de estrategias.

Hsieh y Fung (2002)<sup>54</sup> actualizan las estimaciones del estudio anterior con nuevos datos que incluyen las condiciones adversas de los mercados de septiembre de 2001 y confirman las conclusiones halladas. Lo que los autores denominan "factores de estilo basado en activos" ("*asset-based style factors*") sirven para relacionar las rentabilidades de las diferentes estrategias de IIA con los precios de los activos observados en el mercado. Estos factores ofrecen una descripción explícita y nada ambigua de las diferentes estrategias de las IIA, que revelan la naturaleza y la cantidad de riesgo de cada una de ellas, por lo que sirven de base para la construcción de carteras y para la evaluación del rendimiento de la inversión de las IIA. Tras haber encontrado evidencia empírica para las estrategias "seguidoras de la tendencia del mercado" y para las estrategias de "arbitraje de fusiones"<sup>55</sup>, los autores indican que debe continuar la búsqueda de relaciones entre los diversos estilos de IIA y las rentabilidades de activos observados.

---

<sup>52</sup> Capocci D. 2001. "*An analysis of hedge fund performance 1984-2000*". Working Paper. Universidad de Liege. (Un análisis de los resultados de las IIA: 1984-2000).

<sup>53</sup> Fung, W. y D. A. Hsieh. 2001. "*The risk in hedge fund strategies: Theory and evidence from trend followers*". *Review of Financial Studies*, 14, nº 2, 313-341. (El riesgo de las estrategias de las IIA: Teoría y evidencia derivada de la estrategia *seguidores de la tendencia del Mercado*).

<sup>54</sup> Fung, W. y D. A. Hsieh. 2002. "*Asset-Based style factors for hedge funds*". *Financial Analysts Journal*, Vol. 58, nº. 5. (Factores de estilo basados en activos para las IIA).

<sup>55</sup> Mitchell, M. y T. Pulvino. 2001. "*Characteristics of risk in risk arbitrage*". *Journal of Finance*, 56, nº 6, 2135-75. (Características del riesgo de la estrategia *arbitraje de fusiones*).

Este mismo es el espíritu del último de los estudios que se comentan en esta sección. Argawall y Naik (2000)<sup>56</sup> evaluaron el rendimiento de las IIA divididas por estrategias, utilizando un modelo general de factores en el que se distinguían dos tipos de factores: los de localización de la inversión y los de estrategia. El modelo es capaz de explicar una proporción significativa de la variación de los rendimientos de las IIA en el tiempo y ofrece, por tanto, un *benchmark* que tiene en cuenta la exposición al riesgo lineal y no lineal de los fondos, necesario para la evaluación del rendimiento de dichos fondos.

Argawall y Naik (2000) dejan abierto a estudios posteriores la posibilidad de examinar si estos resultados ajustados por el riesgo tienen que ver con características de los fondos como su tamaño, las comisiones sobre los resultados que se aplican, el periodo durante el que no se puede retirar la participación en el fondo, etcétera.

### 4.3. Liquidez y crisis de mercado<sup>57</sup>

Hsieh y Fung (2000)<sup>58</sup> estima el impacto de la actividad de las IIA de mayor tamaño, clasificados en grupos según su estilo<sup>59</sup>, sobre los mercados en diversos episodios<sup>60</sup>. Los autores encuentran que la actividad de las IIA fue intensa y tuvo, probablemente, impacto en algunos episodios, como en la crisis del mecanismo de tipos de cambio y durante las turbulencias financieras en el mercado de bonos. Sin embargo, no encontraron evidencia de que estos fondos tuvieran un impacto significativo en el mercado en los restantes episodios analizados.

Este trabajo sugiere que las IIA no actuaron como un grupo homogéneo, ya que los distintos estilos de gestión obtuvieron resultados también distintos en cada uno de los episodios de crisis financiera estudiados. Tampoco se encontró evidencia que indicara que los fondos estableciesen pautas de comportamiento seguidas por otros inversores. Los autores concluyen que son las estrategias llevadas a cabo por los inversores actuando al unísono (*heard behaviour*) sea cual sea su naturaleza y no las IIA las que causan los episodios de crisis financieras. Sin embargo, indican que los reguladores deben estar interesados en este colectivo de fondos porque sus actividades sí que pueden ser útiles como indicador adelantado de turbulencias en el mercado.

---

<sup>56</sup> Agarwal, V. y N. Y. Naik. 2000. "Performance evaluation of hedge funds with option-based and buy-and-hold strategies". Working Paper, London School of Business. (Evaluación del rendimiento de las IIA mediante estrategias basadas en opciones y en estrategias de compra-y-mantenimiento de activos).

<sup>57</sup> En este bloque sólo se hace referencia a trabajos que han estimado de forma cuantitativa el impacto de la actividad de las IIA sobre los mercados. Otros estudios que abordan el papel de estos fondos en los mercados (BIS, FSF, etc...) serán tratados en un apartado posterior del documento.

<sup>58</sup> Fung, W. y D. A. Hsieh. 2000. "Measuring the market impact of hedge funds". *Journal of Empirical Finance*, 7, 1-36. (Midiendo el impacto sobre los mercados de las IIA).

<sup>59</sup> Ver W. Fung y D. Hsieh (1997).

<sup>60</sup> En particular, los autores estudian la crisis bursátil de 1987, la crisis del mecanismo de tipos de cambio del SME de 1992, las turbulencias en el mercado de bonos de 1993 y 1994, la crisis del peso mexicano de 1994 y la crisis cambiaria asiática de 1997.



## 5. La regulación de las IIA

### 5.1. Situación actual en EEUU y la Unión Europea

El panorama actual de la regulación de la industria de la gestión alternativa se caracteriza, a grandes rasgos, por los siguientes elementos:

- El registro de IIA no es obligatorio. En aquellas jurisdicciones donde se contempla la posibilidad de registro, la casuística es variada.
- La comercialización de las IIA se realiza de forma privada o requiere inversiones mínimas elevadas cuando puede realizarse de manera pública. El inversor minorista sólo puede acceder en determinados casos a los fondos de IIA.

Los requisitos de registro de las sociedades gestoras de las IIA también difieren entre países. En EEUU estas sociedades pueden evitar su registro en el órgano de supervisión (SEC), cosa que no ocurre en los países europeos con carácter general.

El desarrollo más temprano y en ocasiones más permisivo de la regulación de este sector en EEUU y Reino Unido ha propiciado que el mercado de las IIA se concentre principalmente en estos países, si bien un número significativo de los fondos gestionados están domiciliados en el extranjero (*off-shore*)<sup>61</sup>. Recientemente, otros países europeos en los que la constitución, gestión y comercialización de estos fondos se prohibía expresamente o los requisitos regulatorios y/o fiscales lo impedían en la práctica, sobre todo para el inversor particular, han iniciado cambios en su legislación teniendo en cuenta:

- La creciente importancia de estos fondos en cuanto a la magnitud del ahorro captado y el número de fondos existentes,
- El interés por parte de los inversores en estos fondos (sobre todo los inversores institucionales),
- La relevancia que pueden tener desde el punto de vista del riesgo sistémico.

A continuación se hace un breve repaso de la regulación de estas instituciones en Estados Unidos y en la Unión Europea:

#### 5.1.1. Estados Unidos

La regulación norteamericana permite la comercialización de IIA nacionales, extranjeras y fondos de IIA, sin establecer la necesidad de registro en la SEC para

---

<sup>61</sup> Según las estimaciones de Van Hedge Advisors Inc., el volumen de activos de IIA gestionados en EEUU al finalizar 2003 ascendía a 420 mil millones de dólares, algo más de la mitad del volumen mundial estimado para el sector. La participación europea ascendería al 15% de los activos totales gestionados, según un informe de PricewaterhouseCoopers de 2003 (*"The regulation and distribution of hedge funds in Europe: Changes and challenges"*). Las estimaciones sobre la proporción de IIA domiciliadas de forma nacional (*on-shore*) y domiciliadas en el extranjero (*off-shore*) no son fiables.



las instituciones nacionales ni para las sociedades que las gestionan, siempre que cumplan determinados requisitos o se acojan a determinadas excepciones marcadas por las leyes. El cumplimiento de estos requisitos o excepciones implica, con carácter general, que estos productos no están disponibles de forma pública para el inversor minorista y que requieren inversiones iniciales muy elevadas. En la práctica, casi ninguna IIA está registrada en la SEC, tampoco lo están la mayoría de fondos de IIA, ni sus sociedades gestoras. A pesar de que estas instituciones no están sometidas, por tanto, al régimen de supervisión de la SEC, desde hace algunos años, muchas de ellas han optado por ofrecer diversos tipos de información a sus partícipes (por ejemplo: la política o los límites de apalancamiento) y/o bien por adherirse a la "Guía de Buenas Prácticas" elaborada por el propio sector<sup>62</sup>.

A continuación se resumen las excepciones y/o requisitos regulatorios más importantes que evitan el registro de las IIA y sus sociedades gestoras en la SEC.

### **a. Registro y comercialización de IIA**

Las IIA pueden evitar (y evitan en la práctica) el registro en la SEC de dos maneras diferentes, ya que la Ley de Empresas de Inversión de 1940 (*Investment Company Act*) que las regula establece dos casos en los que una institución no se considera empresa de inversión:

- i. Si no posee más de 100 inversores y no hace una oferta pública de sus valores<sup>63</sup>.
- ii. Si todos los propietarios de sus valores en el momento de su adquisición se pueden englobar en la categoría de "compradores cualificados" (*qualified purchasers*)<sup>64</sup>.

Respecto a la emisión de valores, la Ley de Valores de 1933 (*Securities Act*) también contiene una excepción que permite evitar el registro de cualquier emisión de valores en la SEC y la publicación del folleto correspondiente. La excepción<sup>65</sup> consiste en realizar una oferta privada de valores. Una de las formas de que se considere la oferta como privada es destinarla exclusivamente a "inversores acreditados" (*accredited investors*)<sup>66</sup> y <sup>67</sup> en número ilimitado.

Los fondos de fondos especializados en IIA (fondos de IIA) están sujetos a las mismas excepciones de registro que las IIA. La mayor parte de estas instituciones también optan por evitar su registro, pero existe una pequeña proporción de fondos de IIA que, sobre todo en los últimos años, ha optado por registrarse en la SEC, con el fin de poder realizar una oferta pública de sus valores y de dar acceso a los inversores minoristas al rebajar las inversiones mínimas exigidas.

Al condicionar el registro de IIA, la normativa norteamericana también condiciona indirectamente su comercialización. Se permite la comercialización de las IIA (ya sean domiciliadas en jurisdicciones extranjeras o nacionales), si bien quedan reservadas para inversores de renta elevada, mientras que la comercialización de fondos de IIA sería la única vía accesible para el inversor minorista.

---

<sup>62</sup> Ver nota a pie de página 103.

<sup>63</sup> Sección 3(c)(1).

<sup>64</sup> Sección 3(c)(7). El "comprador cualificado" reúne principalmente a cualquier persona física o empresa familiar cuyas inversiones sean superiores a los 5 millones de dólares. No obstante, existen otras posibilidades para ser considerado "comprador cualificado"(sección 2(a)(51)).

<sup>65</sup> Sección 4(2).

<sup>66</sup> Regla 506 de la regulación D.

<sup>67</sup> Se considera "inversor acreditado" (regla 501) a aquel 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 determinados inversores institucionales (como bancos, cajas de ahorro, empresas de servicios de inversión, etc...) cuyos activos superen los 5 millones de dólares.

## **b. Registro de las sociedades gestoras de IIA**

Las sociedades gestoras de las IIA, reguladas como todas las gestoras bajo la Ley de Asesores de Inversión de 1940 (*Investment Advisers Act*), también se pueden acoger a una excepción que les permite evitar su registro en la SEC y el cumplimiento de las obligaciones que ésta impone a las gestoras. La excepción<sup>68</sup> se aplica a todas aquellas sociedades gestoras que han tenido menos de 15 clientes durante los 12 meses precedentes, que no se presentan al público como asesores de inversión y que no realizan asesoramiento en materia de inversión a empresas de inversión registradas. Así no están obligados a registrarse como *brokers* o *dealers* si no realizan operaciones por cuenta de terceros, por lo que son considerados por la SEC como *traders*, pues compran y venden valores por cuenta propia de forma continuada.

A los efectos de esta ley, se considera como cliente cualquier "organización legal", por ejemplo una IIA, de modo que un asesor puede gestionar hasta 14 instituciones de inversión alternativa sin tener que registrarse en la SEC (aunque sí están sujetos a las normas antifraude de la citada ley).

Los asesores que están registrados no tienen la obligación de indicar si gestionan IIA ni la cuantía de los activos de estos fondos bajo su gestión. Un estudio de mediados de 2002<sup>69</sup> sobre los mayores fondos de gestión alternativa en EEUU, cuyos activos suponían casi la mitad de los 600 millones de dólares en que se estiman los activos totales de estos fondos en EEUU, revelaba que sólo el 52% de los gestores estaban registrados en la SEC (gestionaban cerca de 158 millones de dólares). Un informe reciente de la SEC<sup>70</sup> indica que la proporción estimada de gestores que no está registrada puede situarse en torno a los dos tercios del total, ya que se estima que las instituciones pequeñas no están registradas en su gran mayoría.

### **5.1.2. Unión Europea**

La Directiva comunitaria en materia de instituciones de inversión colectiva (85/611/CEE)<sup>71</sup> establece diversos requisitos que deben cumplir dichas instituciones para que sean consideradas como OICVM<sup>72</sup>, es decir, que tengan la consideración de institución armonizada y puedan disfrutar de pasaporte comunitario. Los requisitos, que incluyen restricciones aplicables a las inversiones de estas instituciones, no son compatibles con las estrategias utilizadas por las IIA de modo que, en la práctica, el funcionamiento de estos fondos tiene lugar bajo el amparo de las legislaciones nacionales concretas de los países.

En el ámbito de la regulación nacional de estas instituciones, el mayor desarrollo ha tenido lugar, como se detalla a continuación, en el Reino Unido si bien en otros estados europeos se ha procedido, o se está procediendo, a una adaptación gradual de la normativa. En términos generales, se ha optado por permitir la inversión directa en IIA sólo a los inversores cualificados, es decir, a los institucionales y a aquellos con un nivel de renta elevado. El inversor minorista sólo podrá acceder a este tipo de gestión mediante fondos de fondos. Veamos la regulación de estas instituciones en algunos de los estados miembros:

<sup>68</sup> Sección 203 (b).

<sup>69</sup> Para mayor información ver Institutional Investor, *The Hedge Fund 100* (junio 2002).

<sup>70</sup> Securities and Exchange Commission (SEC). 2003. "Implications of the Growth of Hedge Funds". ("Implicaciones del crecimiento de las IIA").

<sup>71</sup> Modificada por la Directiva 2001/107/CE, de 21 de enero de 2002 y la Directiva 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002.

<sup>72</sup> Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios, UCITS en inglés, *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*.

### 5.1.2.1. Reino Unido

#### a. Registro y comercialización de IIA

La regulación de las IIA en el Reino Unido es algo diferente respecto al caso norteamericano. Las IIA pueden domiciliarse en este país, pero suelen estar domiciliadas en el extranjero (*off-shore*) por razones fiscales. No obstante, suelen ser gestionadas por sociedades domiciliadas y registradas en el Reino Unido; también suelen recibir financiación de otras entidades registradas igualmente en el Reino Unido. La actividad de la FSA en este ámbito se circunscribe a la supervisión de la comercialización de estos fondos y a la regulación de las sociedades gestoras domiciliadas en el Reino Unido (*on-shore*).

La comercialización de estas IIA extranjeras (casi todas ellas tienen cantidades mínimas de inversión superiores a los 100.000 dólares) no está sujeta a una normativa específica:

- 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. La normativa de referencia de estas instituciones<sup>73</sup> establece que el público general no puede tener acceso. Sólo pueden tener acceso a estas instituciones los clientes intermedios<sup>74</sup>, las entidades de contraparte del mercado (categorías que incluyen muchos de los inversores institucionales e individuos de grandes patrimonios) y los clientes privados, en este último caso únicamente cuando la sociedad haya asegurado la idoneidad del producto para el cliente.
- Cuando las IIA domiciliadas en el extranjero no se clasifican como IIC están sujetas al régimen aplicable a las acciones de las sociedades. La promoción de participaciones o acciones de estas entidades se realizará mediante una oferta de participaciones o acciones por parte del emisor o de otra empresa, y se le aplicará la normativa de OPV cuando las participaciones o acciones se ofrezcan al público en el Reino Unido por vez primera.

Así, el inversor nacional puede invertir en las IIA de las maneras siguientes:

- Negociar directamente con la IIA extranjera. Ninguna norma impide a cualquier inversor británico invertir en una IIA extranjera. En este caso, el inversor pierde la protección que le confiere la Ley de Servicios Financieros británica.
- Invertir mediante un intermediario británico. Sólo los individuos y sociedades clasificados como inversores intermedios, contrapartes de mercado o inversores privados bajo determinadas circunstancias pueden invertir en IIC no reguladas.
- Invertir a través de una sociedad de inversión cotizada. La normativa para poder cotizar exige que la sociedad de inversión debe mostrar una adecuada dispersión de riesgos, lo cual no suelen conseguir las IIA por su propia naturaleza. En cambio, los fondos de IIA pueden cotizar en el Reino Unido igual que lo hacen las acciones de cualquier otra sociedad admitida a cotiza-

---

<sup>73</sup> *Conduct of Business Sourcebook* (Manual de Código de Conducta), *Unregulated Collective Investment Scheme Order* (Orden sobre Instituciones de Inversión Colectivas no Reguladas).

<sup>74</sup> El Código de Conducta requiere a las sociedades clasificar a sus clientes según su grado de sofisticación. De menor a mayor sofisticación se encuentran: clientes privados, clientes intermedios y entidades de contrapartidas del mercado.

ción (de hecho lo hacen) si se ajustan a los requisitos de las Reglas de Cotización<sup>75</sup> (Listing Rules). Esta vía es la única que permite el acceso a las inversiones alternativas para el público general.

#### **b. Registro de las sociedades gestoras de IIA**

Respecto a la regulación de las sociedades gestoras de estos fondos, la Ley de Servicios y Mercados Financieros<sup>76</sup> establece situaciones que hacen necesario el registro de estas entidades en la FSA:

- i. si su actividad incluye la gestión de activos pertenecientes a terceros que son o pueden incluir valores o inversiones basadas en un contrato.
- ii. si su actividad incluye el asesoramiento sobre la compra, venta, suscripción o aseguramiento de una inversión determinada en forma de valor o de inversión basada en un contrato.

Según la FSA, hay más de 100 entidades autorizadas cuya actividad más importante consiste en la gestión o el asesoramiento de IIA. La autorización requiere el cumplimiento de los requisitos de la Ley de Servicios y Mercados Financieros, pero existen otros requerimientos importantes que deben cumplir; en particular, la FSA hace especial hincapié en la idoneidad de los sistemas y controles de estas sociedades respecto a la actividad que realizan, en el sentido de que deben poseer los recursos y la competencia necesaria para gestionar los activos del fondo (adecuadas fuentes de información financiera, sistemas internos de contabilidad, etc...). La autorización no tiene que ver con el perfil de riesgo del fondo que se gestiona, ni su grado de adaptación al perfil de los inversores. Tampoco supone que la sociedad gestora o la FSA tengan que supervisar los sistemas y los controles de estos fondos "subyacentes".

De acuerdo con el esquema de supervisión que realiza la FSA basado en el riesgo, las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativa son clasificadas como de bajo impacto ya que se considera que tienen efectos relativamente reducidos sobre el inversor minorista (pues estos acceden a estos productos de forma muy limitada) y sobre los mercados financieros del Reino Unido. Por tanto, no reciben un tratamiento especial desde el punto de vista de la supervisión de entidades.

#### **5.1.2.2. Francia**

En Francia, la Comisión del Mercado de Valores (COB, *Commission des Opérations de Bourse*) publicó en abril de 2003 un documento en el que se estableció un marco legal preciso aplicable a las actividades de inversión alternativa<sup>77</sup>. Las nuevas normas inciden en dos aspectos fundamentales: i) el modo en que otras IIC y las sociedades gestoras pueden invertir en IIA y ii) el modo en que los inversores pueden acceder a tales productos. Las características básicas del marco regulatorio actual son las siguientes:

#### **a. Registro y comercialización de IIA**

Respecto a las IIA, la regulación no define los fondos de inversión alternativa (únicamente determina que estos fondos no tienen cabida en la clasificación de IIC ni son fondos armonizados) pero sí permite su comercialización tanto si se trata de fondos domiciliados en el extranjero o fondos domiciliados en Francia, siempre que se cumplan determinadas condiciones. La comercialización directa a los inversores de estos fondos requiere el consentimiento previo de la COB. Si el fondo está

<sup>75</sup> Parte VI de la Ley de Servicios y Mercados Financieros de 2000 (*Financial Services and Markets Act*).

<sup>76</sup> *Financial Services and Markets Act*.

<sup>77</sup> *Bulletin Mensuel COB – Avril 2003 – N° 378*.

domiciliado en un país no perteneciente a la OCDE requiere adicionalmente el consentimiento del Ministerio del Tesoro.

La creación de la figura de "fondos de IIA" constituye la auténtica novedad del marco regulatorio de este sector en Francia. La normativa existente con anterioridad establecía que una IIC convencional sólo podía invertir hasta el 10% de su activo en IIA y una IIC de procedimiento simplificado (IIC para inversores institucionales o grandes inversores), hasta un 50% de su activo. La regulación actual permite invertir hasta el 100% del activo en IIA siempre a través de la nueva figura "fondos de IIA" y también permite que sus participaciones sean adquiridas por el inversor minorista. Los fondos subyacentes objeto de inversión deben cumplir varios requisitos:

- Deben ser gestionados por una sociedad regulada
- Sus activos deben ser salvaguardados por un depositario independiente y sus cuentas deben ser auditadas al menos anualmente
- Publicarán sus cuentas al menos trimestralmente y su valor liquidativo al menos mensualmente
- Cada fondo subyacente debe publicar un folleto que contenga las reglas de gestión de activos y de gobierno
- No estar domiciliado en un Estado considerado paraíso fiscal por la OCDE

Los fondos que inviertan menos de un 10% en IIA deberán actualizar su folleto de forma adecuada<sup>78</sup>. Aquellos que inviertan más del 10% de su activo en estos fondos (que son los denominados "fondos de IIA") también actualizarán su folleto y además la sociedad gestora deberá acompañar su programa de actividad de un plan que informe sobre la comercialización de dichos fondos. Dicho plan especificará el tipo y el perfil de los inversores objetivo de dichos fondos y los canales de distribución que se van a usar. Además, la suscripción mínima de estos fondos se fija en 10.000 euros.

La normativa de la COB también pone un énfasis especial en la información que debe llegar al inversor. Tanto los folletos como cualquier otro documento informativo que se ofrezca a los inversores deben contener toda la información necesaria para que el inversor aprecie de forma inequívoca los riesgos de su inversión. De hecho, el folleto debe contener una cláusula específica advirtiendo de los riesgos inherentes a los fondos subyacentes objeto de inversión por parte del fondo de fondos.

#### ***b. Registro de las sociedades gestoras de IIA***

Las sociedades gestoras que gestionen IIA o fondos de IIA deben estar registradas. La reciente normativa establece además que las sociedades gestoras que gestionen un fondo que invierta en fondos de inversión alternativa deben actualizar su programa de actividad convenientemente con el fin de que la COB se asegure de que estas instituciones poseen las habilidades y los recursos necesarios para gestionar dichos productos. En concreto, el programa debe detallar:

- La acreditación de la experiencia y la habilidad necesarias del equipo de gestión para realizar este tipo de gestión
- Los procedimientos de selección y seguimiento de las inversiones
- Los procedimientos de control de riesgos específicos
- La existencia de medios técnicos adaptados para el seguimiento y evaluación de estas inversiones
- Las técnicas de comercialización seguidas

---

<sup>78</sup> La sociedad gestora hará lo propio con su programa de actividad como se detalla en la subsección siguiente.

### **5.1.2.3. Alemania**

#### **a. Registro y comercialización de IIA**

En Alemania, para poder distribuir sus acciones o participaciones, un fondo domiciliado en territorio nacional o extranjero debe obtener licencia por parte de la autoridad supervisora alemana (BaFin). Adicionalmente, cualquier distribución pública de valores requiere la publicación de un folleto de venta. Las IIA han sido escasamente populares debido a las restricciones normativas que les afectan (no tienen posibilidad de endeudarse ni de realizar ventas en corto) y a la penalización fiscal sobre sus rendimientos. De hecho, la única forma de acceder a estas inversiones era mediante la emisión de certificados sobre IIA, diseñados normalmente para los inversores institucionales o grandes patrimonios<sup>79</sup>.

Sin embargo, la elevada demanda de estos productos por parte de los inversores (sobre todo institucionales) ha propiciado que la autoridad reguladora alemana presentara en julio de 2003 el primer borrador de la Ley de Inversiones 2003 (*Investmentgesetz 2003*), que tras recibir la aprobación de la Cámara Alta a finales de noviembre, entró en vigor el 1 de enero de 2004. Las principales novedades de la normativa son las siguientes:

- IIA. Sólo podrán crearse como fondos especiales lo que supone, entre otras cosas, que podrán tener 30 inversores como mucho y que no estarán disponibles para el inversor minorista. Tendrán posibilidad de endeudarse y de realizar ventas en corto, aunque con los límites que se establezcan reglamentariamente.
- Fondos de IIA. Se conciben como un producto dirigido a inversores particulares (como en Francia y Reino Unido) y podrán comercializarse públicamente. Estos fondos de fondos están sujetos a ciertas normas de diversificación<sup>80</sup>. El folleto completo de un Fondo de IIA debe contener la información esencial relativa a los fondos objetivo, los principios que se siguen para seleccionarlos, el porcentaje máximo de fondos no sujetos a supervisión que se pueden adquirir, los límites al endeudamiento y a las ventas en descubierto y la estructura de comisiones. Adicionalmente, se prevé una cláusula explícita que informe a los inversores de la posibilidad de perder totalmente la cantidad invertida.
- IIA extranjeras. Únicamente podrán comercializarse a los inversores de forma privada.

#### **b. Registro de las sociedades gestoras de IIA**

Como nota particular, el legislador ha establecido un estándar mínimo de diligencia que deben observar los gestores de IIA al elegir los fondos objetivo: deben obtener toda la información necesaria sobre el fondo para poder hacerse un juicio sobre la inversión y catalogar una serie de documentos e información mínima a obtener respecto a dicho fondo. Esta información y documentos deberá presentarse al BaFin a solicitud del mismo.

---

<sup>79</sup> Los certificados suelen vincularse a índices de IIA y poseen elevadas comisiones bancarias y de gestión.

<sup>80</sup> No pueden invertir más de un 20% de su activo en una IIA; más del 40% de su activo en IIA con la misma estrategia de inversiones; ni en más de dos IIA del mismo emisor y gestor.

#### **5.1.2.4. Italia**

##### **a. Registro y comercialización de IIA**

En el caso italiano, las IIA<sup>81</sup> están reguladas desde hace algunos años por el Decreto del Ministerio del Tesoro 228/1999 y por la Normativa del Banco de Italia, de 20 de septiembre de 1999. Bajo esta regulación, las IIA domiciliadas en territorio nacional deben tomar la forma de "fondo especulativo", que es un tipo de IIC no armonizada creada expresamente para albergar la figura de las IIA.

Bajo la figura del fondo especulativo tienen cabida las IIA y los fondos de IIA. Entre las condiciones de comercialización de estas instituciones destaca la prohibición de que se realicen ofertas públicas de sus participaciones. Además, la inversión mínima exigida es de €500.000 y el número máximo de partícipes es de 200.

Estas instituciones pueden invertir en cualquier tipo de activo y les es aplicable la derogación de las prohibiciones y normas prudenciales establecidas por el Banco de Italia para limitar y diversificar los riesgos de las inversiones. En interés de los partícipes, la normativa establece que el Reglamento de estos fondos debe garantizar una información completa y transparente. Para ello, debe informar de las inversiones que el fondo pretenda realizar y de los riesgos de las inversiones, así como de la no observancia de las normas prudenciales ni de los límites a las inversiones establecidos por el Banco de Italia.

Se permite la comercialización de fondos domiciliados en el extranjero pero su tratamiento fiscal es menos favorable.

##### **b. Registro de las sociedades gestoras de IIA**

Las sociedades gestoras de estas instituciones deben registrarse y tener como objeto social exclusivo la constitución y gestión de IIA. Para recibir la autorización de crear una IIA sujeta a la normativa italiana, las gestoras deben obtener la condición de "gestora de fondos especializada".

#### **5.1.2.5. España**

En España, no existe por el momento una regulación específica para este tipo de instituciones ni para sus sociedades gestoras, por lo que ambas están sujetas a la normativa general establecida para las IIC. No obstante, la nueva Ley de IIC<sup>82</sup>, que entró en vigor el 5 de febrero de 2004, contempla la posibilidad de regular este sector, lo cual está pendiente del desarrollo reglamentario de dicha ley. Por el momento, el régimen de registro y comercialización de estas instituciones y sus gestoras es el siguiente:

##### **a. Registro y comercialización de IIA**

Las IIA deben registrarse en la CNMV según el régimen general establecido para las IIC, si bien estas instituciones no pueden clasificarse como "IIA puras", debido a los límites a las inversiones generales que operan para todas las instituciones de inversión colectiva. Se encuadran casi en su totalidad en la categoría de fondos globales<sup>83</sup> y en muchos casos se constituyen como fondos de fondos. Los principales límites a las inversiones se refieren a la operativa con derivados, a la operativa con activos no cotizados y a las restricciones en materia de concentración de las inversiones.

---

<sup>81</sup> *Fondi speculativi*.

<sup>82</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

<sup>83</sup> Esta categoría de fondos engloba a aquellos cuya vocación inversora no se puede encuadrar en ninguna de las demás categorías de fondos.

Operativa con derivados. Está regulada por la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 y por la Circular 3/1998 de la CNMV, que la desarrolla. La normativa recoge varios límites:

- Límites a la utilización de instrumentos derivados por riesgo de mercado. La normativa establece que los compromisos por el conjunto de operaciones en derivados no podrán superar, en ningún momento, el valor del patrimonio de la institución, lo que impide a estos fondos aumentar su apalancamiento hasta los niveles que estimen oportunos. Además, las primas pagadas por opciones compradas, tampoco podrán superar el 10% del patrimonio de la institución. Estos dos límites únicamente podrán ser superados cuando la institución lleve a cabo una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad, que haya sido garantizado a la propia institución por un tercero. Los FIAMM no podrán utilizar instrumentos derivados con fines distintos a los de cobertura.
- Límites a la utilización de instrumentos derivados no negociados en mercados organizados. Se exige que estas operaciones tengan como finalidad exclusiva la cobertura de riesgos o la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad explicitado en el folleto. Las contrapartes deben ser entidades financieras domiciliadas en España o en países de la OCDE, sujetas a supervisión prudencial, u organismos supranacionales de los que España sea miembro, que se dediquen de forma habitual a estas operaciones y tengan solvencia financiera suficiente. Como las IIC españolas tienen carácter abierto, se exige además que los contratos puedan ser liquidados o cedidos a un tercero en cualquier momento, por lo que la contraparte debe ofrecer diariamente cotizaciones de compra y venta en firme. Asimismo, estos instrumentos están sujetos, conjuntamente con los valores emitidos o avalados por una misma entidad o grupo, a los límites generales de concentración (riesgo de contraparte) establecidos en el artículo 4 del Reglamento de IIC<sup>84</sup>, que se comenta posteriormente.
- Concentración de inversiones. El artículo 4 del Reglamento de IIC contiene diversos límites a la concentración de inversiones de estas entidades. Establece, por ejemplo, que ninguna institución podrá tener invertido en valores emitidos o avalados por una misma entidad más del 5% de su activo, o bien del 10%, siempre que el total de las inversiones de la institución en valores en los que se supere el 5% no exceda del 40% del activo de la misma. También se limita las inversiones en valores emitidos por un mismo grupo al 15% del activo de la institución.

Operativa con valores no cotizados. El Reglamento de IIC establece (artículo 17. bis) que estas instituciones pueden invertir en valores negociables no cotizados en mercados secundarios organizados, siempre que no representen más del 10 por 100 del activo de la institución y del 5% en el caso de los fondos de inversión en activos del mercado monetario. Además, los valores susceptibles de ser adquiridos no deben presentar ninguna limitación a su libre transmisión y deben haber sido emitidos por entidades con sede social en algún país miembro de la OCDE en el que no concurra el carácter de paraíso fiscal. En otro caso, se requiere una autorización administrativa previa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

También existen límites a la concentración de estas inversiones (artículo 17. bis del Reglamento de IIC): hasta el 2% del activo de la institución puede ser invertido en valores emitidos por una misma entidad, y hasta el 4% en el caso de un grupo. Adicionalmente, las entidades emisoras deben cumplir ciertos requisitos de aportación de información de carácter periódico.

---

<sup>84</sup> Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.



Sólo las instituciones especializadas en la inversión en valores no negociados en mercados secundarios (sus posibilidades de inversión se regulan en el artículo 52 quinto del Reglamento de IIC) deben invertir más del 50% de su activo en este tipo de valores.

### ***b. Registro de las sociedades gestoras de IIA***

Las sociedades gestoras de IIA están sometidas a las mismas condiciones de acceso a la actividad que el resto de sociedades gestoras de IIC y, por tanto, su registro su registro en la CNMV es obligatorio<sup>85</sup>.

### ***c. Últimos desarrollos normativos***

La nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva persigue adaptar la regulación de estas instituciones a las nuevas necesidades de un sector caracterizado por una demanda cada vez más exigente en calidad y precio, así como por una mayor competencia entre los prestadores de servicios de gestión. Los principios básicos de la ley son la liberalización de la política de inversión, el reforzamiento de la protección de inversores con nuevos instrumentos y el perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa. El desarrollo reglamentario de esta ley aún está pendiente de publicación.

Respecto a la liberalización de la política de inversión de las IIC, la ley contempla alguna modificación en materia de concentración de inversiones. En concreto, el artículo 30 eleva el porcentaje máximo de inversión de una IIC en activos e instrumentos financieros de un mismo emisor desde el 5% hasta el 10%, siempre que el total de las inversiones de la IIC en valores en los que supere el 5% no exceda del 40% del activo de la misma. No obstante, este mismo artículo deja en manos del desarrollo reglamentario la elevación de estos límites en función de la naturaleza de la institución, del partícipe y de los activos en los que se invierta y también la determinación de otros límites y condiciones a los que deberán ajustarse las inversiones de las IIC.

Del mismo modo, la ley contempla la posibilidad de regular el régimen de las IIA, que también está pendiente del correspondiente reglamento por lo que se desconoce, por el momento, las futuras condiciones de registro y comercialización de estas instituciones (régimen de supervisión, información a los partícipes, inversiones mínimas, acceso de los inversores a las IIA o a los fondos de IIA, etcétera).

### ***d. Las cifras del sector en España***

A juzgar por la información contenida en sus folletos, unos 90 fondos de los más de 2.500 registrados en la CNMV a finales de 2003 utilizan estrategias e instrumentos propios de las IIA, con los límites ya comentados de la normativa española. La mayor parte de estos fondos pertenecen a la categoría de Fondos Globales, aunque existen varios en la categoría de Renta Variable Mixta y algunos en Renta Fija y Garantizados. Casi la mitad de ellos son fondos de fondos que tienen por objeto la inversión en otros fondos de gestión alternativa y que, en términos generales, presentan menor riesgo. El patrimonio total gestionado por estos fondos al finalizar 2003 era superior a los 4.000 millones de euros (casi un 3% del patrimonio total de los FIM) y el número de partícipes se acercaba a los 130.000, frente a los 5.700.000 del total de FIM en la misma fecha.

La importancia que está tomando la inversión alternativa a escala internacional y el próximo desarrollo de la regulación de estos fondos en España ya ha tenido reflejo

---

<sup>85</sup> Para más información sobre las condiciones de acceso a la actividad y otras características de las sociedades gestoras de IIC, ver capítulo III del Reglamento de IIC.

en el mercado español: una parte significativa de los fondos anteriores fueron creados en 2003 o bien surgieron como consecuencia del cambio en la vocación inversora de algún fondo ya existente.

## 5.2. Tendencias de la regulación

Numerosos países están inmersos en reformas regulatorias sobre el sector de IIA. Estas reformas responden al extraordinario crecimiento del sector durante los últimos años y a las preocupaciones que se derivan del mismo en materia de crisis sistémicas, integridad de los mercados, blanqueo de dinero, y de manera sobresaliente en materia de protección del inversor. En ocasiones, las normativas propuestas difieren de forma significativa entre las diversas jurisdicciones.

En EEUU, por ejemplo, tras las conferencias organizadas en la primavera de 2003 para analizar la situación de las IIA, el grupo de trabajo<sup>86</sup> designado para elaborar un informe sobre el mismo y para realizar las propuestas que estimara oportunas en esta materia ante la SEC, publicó su trabajo a finales de septiembre<sup>87</sup>. El grupo realizó numerosas propuestas de carácter regulatorio que justificó en aras de: (i) la protección de los inversores y (ii) la mejora del conocimiento de un sector en fuerte expansión sin perjudicar la actividad de las IIA ni la de sus gestoras.

La recomendación principal del documento tiene que ver con el establecimiento de la obligatoriedad de registro ante la SEC de todas las sociedades gestoras de IIA lo que, para los autores del documento, aumentaría de forma significativa la información que reciben los inversores sobre las IIA y sobre las gestoras. Además, la SEC dispondría de información importante sobre un sector del sistema financiero que está creciendo de forma significativa, podría tratar de impedir conductas fraudulentas con mayor efectividad e impulsar la adopción de las prácticas que considere apropiadas.

El documento sugiere que el registro obligatorio de las gestoras también podría comportar un endurecimiento de las condiciones de acceso a la inversión directa en IIA. Las gestoras suelen cargar a estas instituciones comisiones sobre resultados, pero la Ley de Asesores de Inversión (Advisers Act), bajo la que deberían registrarse la gestoras, exige que dicha práctica sólo se realice cuando todos los clientes del fondo cumplan la condición de "cliente cualificado"<sup>88</sup>, que requiere un elevado volumen mínimo de inversión. Por lo tanto, la comercialización de IIA tendería a centrarse en este segmento, alejándose de los inversores minoristas e incluso de los inversores calificados como "acreditados" por la Securities Act<sup>89</sup> y que hoy pueden invertir en las emisiones privadas realizadas por las IIA no registradas. El estudio considera que el registro de las sociedades gestoras no mejoraría su capacidad para comerciar con valores, usar apalancamiento, realizar ventas en corto o transacciones con derivados, ni tampoco se exigirá la publicación de las estrategias propietarias que sean utilizadas. No obstante, los autores entienden que el proceso de registro reportará ciertos costes para estas entidades que serán superados por los beneficios que experimentaría el inversor (mejora de la información) y la autoridad reguladora y supervisora (aumento de su capacidad de supervisión).

---

<sup>86</sup> Se trata del grupo de trabajo de la División de Gestión de Inversiones y de la Oficina de Inspecciones de la SEC (*Staff of the Commission's Division of Investment Management and Office of Compliance Inspections and Examinations*).

<sup>87</sup> Securities and Exchange Commission. 2003. "Implications of the Growth of Hedge Funds". ("Implicaciones del crecimiento de las IIA").

<sup>88</sup> Ver nota a pie de página 64.

<sup>89</sup> Ver nota a pie de página 67.

Finalmente destacan otras recomendaciones a la SEC del grupo de trabajo como por ejemplo:

- i. requerir a los gestores de IIA un folleto especial diseñado para estos fondos
- ii. requerir información adicional en el caso de las comisiones a aplicar en el caso de "fondos de fondos"
- iii. impulsar el desarrollo de las guías de buenas prácticas por parte del propio sector
- iv. mejorar la educación del inversor a medida que aumenta su interés sobre estos instrumentos de inversión alternativa
- v. el documento también plantea la posibilidad de admitir el uso de las estrategias de las IIA en las compañías de inversión ya registradas

En el ámbito de la Unión Europea también se ha producido una toma de conciencia sobre los retos que plantea el sector. Así, el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo presentó en octubre de 2003 un borrador de un documento sobre el futuro de las IIA y los derivados<sup>90</sup>, que plantea las siguientes áreas de debate:

- i. El mercado de IIA en la Unión Europea está fragmentado debido a la diversidad de las regulaciones de los diversos estados y los regímenes fiscales discriminatorios. Se sugiere que la mejor opción<sup>91</sup> sea una regulación básica europea para estos productos y deja abierta la posibilidad de elaborar una Directiva en línea con la de UCITS para desarrollar una regulación apropiada de IIA.
- ii. Muestra preocupación sobre la posibilidad de permitir la venta de estos productos al inversor minorista sin una información clara sobre las estrategias utilizadas, las comisiones aplicadas, los informes de resultados y la certeza de los modelos de valoración.
- iii. También alude al posible impacto de la actividad de estos productos en los mercados financieros y sus efectos sistémicos vía riesgo de mercado, riesgo operativo y riesgo de crédito. Resalta la importancia del intercambio de información entre los reguladores y los supervisores bancarios.

La Comisión Europea debe presentar un informe extenso sobre estas prácticas de inversión antes del 13 de febrero de 2005<sup>92</sup> aunque el Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo ha aconsejado su adelantamiento, dado el gran interés suscitado por la materia en los últimos tiempos. Por su parte, CESR (Comité Europeo de Reguladores de Valores) publicó también en octubre de 2003 un documento a consulta sobre su papel en la regulación y supervisión de las UCITS<sup>93</sup> en el que incluyó el estudio del sector de las IIA como un área en la que no existe armonización a nivel comunitario, y que necesita un desarrollo común por parte de los reguladores.

El desarrollo de la regulación sobre IIA en los diferentes estados miembros está siendo diferente de acuerdo con la posición inicial de la regulación en cada jurisdicción. Como se ha comentado, el Reino Unido destaca por una regulación más desarrollada mientras que el resto de los países han dado los primeros pasos hace

---

<sup>90</sup> "Draft report on the future of Hedge Funds and Derivatives". Committee on Economic and Monetary Affairs. European Parliament. Rapporteur: John Purvis. 16 Oct. 2003.

<sup>91</sup> El documento propone el uso del término "Vehículos de Inversión Alternativa Sofisticados, VIAS" (en inglés SAIVS, *Sophisticated Alternative Investment Vehicles*).

<sup>92</sup> En cumplimiento del artículo final 2 de la Directiva 2001/108/CE.

<sup>93</sup> "The role of CESR in the regulation and supervision of UCITS and asset management activities in the EU" ("El papel de CESR en la regulación y supervisión de las UCITS y de las actividades de gestión de activos en la UE").

poco tiempo (Italia, Irlanda, Luxemburgo, Francia, Alemania) o están haciéndolo en la actualidad (España).

En el Reino Unido, la FSA publicó en agosto de 2002 un documento de discusión<sup>94</sup> con el fin estimular el debate entre la autoridad reguladora, los inversores y el propio sector de IIA y recibir la opinión del mercado respecto a la regulación existente sobre las condiciones para la comercialización de dichos fondos y sobre las sociedades gestoras de IIA. Las respuestas al cuestionario, junto con los comentarios de la FSA, fueron publicados en marzo de 2003<sup>95</sup> y de ellos se desprende que:

- i. En materia del régimen de comercialización de IIA, ni los inversores ni las entidades comercializadores de estos productos manifestaron un interés especial respecto a un posible cambio de la regulación que permita la venta directa de IIA al inversor minorista. Por tanto, la FSA ha decidido no cambiar, por el momento, la legislación en este sentido, si bien se compromete a revisar este tema en el futuro y admite la posibilidad de que se amplíe la gama de fondos que llegue al inversor minorista.
- ii. Respecto a la regulación de los gestores de IIA, la FSA indica que en la medida en que estos productos no sean ofrecidos al inversor minorista, las sociedades gestoras seguirán siendo calificadas como de bajo riesgo, por lo que no se observa necesidad de cambiar su regulación ni el régimen de supervisión. No obstante, sí se admite la conveniencia de realizar un trabajo específico para valorar la idoneidad de los sistemas y los controles de gestión de riesgos que utilizan las sociedades gestoras.

En algunos estados como Francia, Alemania o Italia, la opción que se ha tomado en términos generales es la de permitir la comercialización directa de las IIA a grandes inversores (inversores institucionales o inversores con patrimonio elevado) e indirecta (a través de fondos de fondos) al inversor minorista. Estos países también han prestado una atención especial a la información que ofrecen estos fondos, y a la importancia que tiene para el inversor conocer con exactitud los riesgos inherentes a estos productos. En algunas jurisdicciones (p.e. Francia y Alemania) se ha decidido que el folleto de estos fondos contengan avisos especiales del elevado riesgo de la inversión (que a veces explicarán que se puede perder todo el capital invertido). En Alemania, la regulación del sector fue aprobada a finales de noviembre y entró en vigor en enero de 2004. En España, esta regulación puede ser contemplada por el futuro Reglamento de IIC, que desarrollará la nueva ley de instituciones de inversión colectiva, en vigor en febrero de 2004.

---

<sup>94</sup> "Discussion Paper 16: Hedge Funds and the FSA". Agosto 2002.

<sup>95</sup> "Hedge Funds and the FSA: Feedback statement on DP16". Marzo 2003.

**Cuadro 6.**  
**Regulación de las IIA y sus sociedades gestoras**

País	Instituciones de inversión alternativa (IIA)		Sociedades gestoras de IIA
	Registro	Comercialización	
EE.UU.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las IIA y los fondos de IIA pueden evitar el registro en la SEC (y de hecho lo evitan mayoritariamente) en dos casos: i) no tienen más de 20 inversores y no se realiza oferta pública de valores; ii) todos los propietarios son "compradores cualificados".</li> <li>- La emisión de valores también puede evitar el registro si se trata de una oferta privada (p.e. lo es la que se dirige a "inversores acreditados").</li> <li>- Las IIA pueden registrarse en la FSA pero el régimen fiscal que se les aplica lo desincentiva, de modo que prácticamente todas las IIA que se comercializan en el Reino Unido son domiciliadas en el extranjero.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las excepciones al registro de IIA y de fondos de IIA implican que: i) las IIA (nacionales o extranjeras) quedan reservadas a inversores de renta elevada y ii) los fondos de IIA son la única vía accesible para el inversor minorista.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- También pueden evitar su registro 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.</li> </ul>
R. Unido	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las IIA pueden registrarse en la FSA pero el régimen fiscal que se les aplica lo desincentiva, de modo que prácticamente todas las IIA que se comercializan en el Reino Unido son domiciliadas en el extranjero.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- No hay normativa específica para la comercialización de IIA (la inversión mínima suele ser de US\$100.000): i) si la IIC extranjera se clasifica en el R. Unido como IIC no regulada (ocurre si toma la forma de sociedad colectiva o sociedad de inversión abierta), no estará disponible para el público general, ii) si no se puede clasificar como IIC, estará sujeta al régimen de las acciones de las sociedades.</li> <li>- Fondos de IIA: Únicamente están disponibles para el público si el fondo toma la forma de "sociedad de inversión cotizada" y cumple las "Reglas de Cotización" (<i>Listing Rules</i>).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las sociedades gestoras deben registrarse en la FSA si: i) su actividad incluye la gestión de activos de terceros que incluyan valores, ii) si incluye el asesoramiento sobre la compra, venta, suscripción o aseguramiento de una inversión.</li> <li>- Capital mínimo: €50.000.</li> </ul>
Francia	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Existen IIA domiciliados en Francia y en el extranjero.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La comercialización directa de IIA (nacionales o extranjeras) a los inversores está sujeta a autorización de la COB, y en algunos casos del Ministerio del Tesoro.</li> <li>- La comercialización de fondos de IIA está disponible para el público. La inversión mínima es de €10.000. Estas IIA deben cumplir determinados requisitos (información financiera periódica, folletos, etc...).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las sociedades gestoras de fondos de IIA deben tener un programa específico de actividades.</li> <li>- Capital mínimo: 25% de los gastos operativos con un mínimo de €50.000.</li> </ul>
Alemania	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las IIA se deben registrar como "fondos especiales" desde el 1 de enero de 2004.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las IIA nacionales no están disponibles para el inversor minorista. -Las IIA extranjeras sólo se comercializan de forma privada y deben obtener licencia de la autoridad supervisora (Bafin). - Los fondos de IIA están disponibles para el inversor minorista y están sujetos a determinados requisitos (normas de diversificación, información especial en folletos, etc...).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Se establecen "estándares mínimos de diligencia" para los gestores de IIA a la hora de elegir los fondos objetivo.</li> </ul>
Italia	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las IIA domiciliadas en Italia deben tomar la forma de "fondos especulativos". Se trata de un tipo de fondo no armonizado creado para albergar la figura de IIA y de fondos de IIA.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- La oferta de participaciones de estos "fondos especulativos" es privada. La inversión mínima es de €500.000 y el número máximo de partícipes es de 200. El Reglamento de estos fondos debe proporcionar una información completa y transparente a los inversores.</li> <li>- Se permite la comercialización de fondos domiciliados en el extranjero pero su tratamiento fiscal los penaliza.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las sociedades gestoras de estos fondos deben registrarse y tener como objeto social exclusivo la constitución y gestión de IIA. Deben obtener la condición de "gestora de fondos especializada". Capital mínimo: €1.000.000.</li> </ul>
España	<ul style="list-style-type: none"> <li>- No hay regulación específica para las IIA ni para sus sociedades gestoras. Está pendiente del futuro reglamento de la nueva Ley de IIC.</li> <li>- Por el momento, las IIA deben registrarse y cumplir con los requisitos generales establecidos para las IIC (límites a la operativa con derivados, a la concentración de inversores y a la operativa con valores no cotizados).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las IIA y los fondos de IIA se comercializan en las mismas condiciones que el resto de IIC. Su acceso no está restringido para el inversor minorista y las inversiones mínimas son variables.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Las sociedades gestoras de estos fondos deben registrarse en la CNMV en las mismas condiciones que las demás sociedades gestoras de IIC. Capital mínimo: €300.000.</li> </ul>

## 6. Las IIA y los objetivos de la regulación

### 6.1 Riesgo sistémico

#### 6.1.1. El precedente de LTCM

La sociedad Long-Term Capital Management ("LTCM"), creada en 1994, se ocupaba de la gestión del fondo Long-Term Capital Portfolio ("el fondo LTCM") y para ello utilizaba dos tipos de estrategias: arbitraje de valor relativo y coberturas dinámicas. Bajo la primera estrategia, se tomaban posiciones contrapuestas en dos valores relacionados con la esperanza de que la diferencia de precio entre ambos valores se moviera de una forma determinada (en ocasiones con carácter puramente especulativo). La segunda estrategia consistía en gestionar exposiciones al riesgo no lineales, mediante reestructuraciones de las posiciones subyacentes de la cartera, más que mediante una cobertura directa.

Desde su inicio, LTCM gozó de una posición destacada en la comunidad de IIA, debido al prestigio de sus directores y al volumen del capital en gestión. El fondo obtuvo rendimientos netos del 40% en 1995 y 1996 y algo menos del 20% en 1997. A finales de 1997, LTCM reembolsó a los inversores cerca de 2,7 millardos de dólares, dejando la base de capital del fondo en 4,8 millardos de dólares. Dado que el volumen de inversiones no descendió, la consecuencia fue un aumento pronunciado del apalancamiento de dicho fondo. Aunque cerca del 80% de las inversiones del fondo correspondían a bonos del Gobierno de los países del G-7 (EEUU, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón y Reino Unido), existían posiciones significativas en muchos otros mercados. Así, se puede afirmar que las características que distinguían este fondo eran:

- su elevada magnitud,
- la concentración de posiciones en determinados mercados,
- el extraordinario apalancamiento conseguido: en agosto de 1998 (inmediatamente antes de la crisis rusa), su ratio de apalancamiento era superior a 25<sup>96</sup>,
- el número de contrapartes del fondo era elevado: un broker principal, dos sociedades de liquidación de derivados, 75 entidades con las que se comerciaban repos, 50 contrapartes de derivados OTC y 12 bancos que otorgaban facilidades de crédito.

El tamaño del fondo, su apalancamiento y las estrategias utilizadas le hicieron tremendamente vulnerable a la inestabilidad de los mercados financieros producida tras la devaluación de la moneda rusa y la declaración de la moratoria de la deuda el día 17 de agosto de 1998. Las actuaciones del Gobierno ruso provocaron una "huida hacia la calidad" por parte de los inversores, que se reflejó en el fuerte repunte de los *spreads* por el riesgo y las primas por liquidez. Como resultado de

---

<sup>96</sup> Aunque es difícil conocer los ratios de apalancamiento del sector, el FSF (*Financial Stability Forum*) afirma que las estimaciones indican que la mayoría de las IIA poseen un apalancamiento modesto (en torno a 2). Los fondos con mayor apalancamiento serían los que utilizan la estrategia "neutral al mercado", con un ratio cercano a 4.

este proceso, LTCM y otros participantes sufrieron elevadas pérdidas en determinados mercados, que excedieron sobremanera lo que los modelos convencionales de riesgos sugerían como probables. Además, los *shocks* simultáneos producidos en diversos mercados demostraron que la cartera del fondo no estaba tan diversificada como se suponía, lo que elevaba las pérdidas. Finalmente, la fuerte contracción de la liquidez en algunos mercados dificultaba la reducción de la exposición del fondo rápidamente sin incurrir en pérdidas.

Las elevadas pérdidas que sufrió el fondo en pocas semanas elevó su apalancamiento por encima de 50 (debido a la reducción del capital), evidenciando la necesidad de nuevas entradas de capital en el fondo, que los inversores no estaban dispuestos a realizar. El fondo comenzó a tener graves problemas de liquidez (no podía deshacer grandes posiciones y las condiciones de acceso al crédito empezaron a endurecerse). En septiembre de 1998, se propagó la idea de que el fondo tenía una elevada probabilidad de quiebra. A finales de ese mismo mes, un consorcio de catorce sociedades, alentados por la Reserva Federal (FED), decidió una alternativa que tuviera menor coste que la declaración de quiebra del fondo. Éstas aportaron un capital de 3,6 millardos de euros y tomaron el 90% de la propiedad del fondo, así como su control operativo. Las pérdidas fueron elevadas para los directores y los inversores del fondo, pero se evitaron los efectos de una crisis sistémica.

### 6.1.2. Rasgos de las IIA

El cuasi-colapso de LTCM en 1998 y los efectos desestabilizadores de algunas instituciones con elevado apalancamiento sobre los mercados de algunas economías pequeñas y medianas a raíz de la crisis asiática y rusa de 1997/1998 provocaron una preocupación generalizada acerca de la posibilidad de que dichas instituciones (IEA)<sup>97</sup> tuvieran la capacidad de generar crisis sistémicas en los mercados o de perjudicar su integridad<sup>98</sup>.

La mala reputación que estas instituciones tienen como potenciales generadoras de riesgo sistémico se deriva de la combinación del elevado apalancamiento que pueden asumir, del hecho de no ser objeto de regulación por parte de las autoridades y de la opacidad asociada a la información de las mismas.

El elevado apalancamiento, tamaño y concentración de las posiciones que pueden tomar las IIA resulta clave<sup>99</sup>. Si bien, el apalancamiento en sí es una herramienta que permite la redistribución de riesgos entre inversores, un nivel excesivo de apalancamiento acumulado por una entidad eleva sobremanera el riesgo que asume la entidad (también aumenta el rendimiento esperado) lo que puede ser perjudicial para el mercado en determinadas circunstancias. Cuando las instituciones con alto apalancamiento sufren algún shock de mercado o de liquidez, aumenta la probabilidad de que la entidad sufra pérdidas, y si la entidad llega a colapsar se pueden producir diversos efectos. De forma directa e inequívoca provocarán

---

<sup>97</sup> Instituciones de Elevado Apalancamiento o HLI: *Highly Leveraged Institutions* en su denominación original introducida por el BIS y por IOSCO, como se mencionó al inicio del documento. Este grupo está compuesto fundamentalmente por IIA.

<sup>98</sup> IOSCO define riesgo sistémico (IOSCO, *Risk Management and Control Guidance*, p.7.) como aquel que se refiere a:

(1) el escenario en el que el colapso de una institución pudiera causar un "efecto dominó" sobre el resto de instituciones financieras; o

(2) a una crisis de confianza entre los inversores que derivara en condiciones de iliquidez en los mercados. El riesgo sistémico abarca el riesgo de que el fallo de una empresa o un segmento del mercado pudiera provocar fallos en otros segmentos o en el sistema financiero completo.

<sup>99</sup> No todas las IIA poseen apalancamiento, ni éste es necesariamente elevado.

pérdidas en las entidades que les concedieron crédito y en las entidades de contrapartida en sus operaciones de mercado. De forma indirecta, repercutirá en otros participantes del mercado mediante cambios en los precios producidos por la desaparición de los inversores que deseaban asumir mayores riesgos. Los efectos indirectos podrían llegar a ser perversos pues la potencial volatilidad y descenso en el precio de los activos que puede generarse propiciarían una contracción del crédito y de la liquidez.

Las IIA están sujetas a poca o nula regulación, y tampoco son objeto de supervisión, con el fin de comprobar entre otros aspectos: (i) si el capital que mantienen está relacionado adecuadamente con el riesgo que asumen, (ii) el grado de diversificación de la cartera, (iii) la idoneidad de sus sistemas de gestión de riesgos. Aunque la regulación no elimina el riesgo de que cualquier institución pueda caer, sí puede mitigar el riesgo de que el fallo de una institución provoque una crisis sistémica.

El tercer aspecto a destacar se refiere a la opacidad de la información de dichas instituciones. En la medida en que sus participaciones no son ofrecidas al público con carácter general y que raramente son objeto de calificación crediticia por las agencias de rating, no existe una fuente de información accesible y pública respecto a su actividad. Las IIA únicamente ofrecen información, a veces limitada, a sus contrapartes, cuya tarea para evaluar la posición de riesgo del fondo puede complicarse por la modificación de las posiciones del fondo, que a veces siguen estrategias complejas. La dificultad aumenta con el tamaño de la IIA y también cuando existe un número elevado de contrapartes, como en el caso LTCM, ya que puede que tengan sólo una visión parcial de la posición del fondo<sup>100</sup>.

### **6.1.3. Recomendaciones de las instituciones nacionales e internacionales**

La respuesta de diversas instituciones públicas y privadas, nacionales e internacionales, no se hizo esperar y ya en 1999 se publicaron diversos grupos de recomendaciones para evitar crisis sistémicas, que se exponen a continuación. Los trabajos presentados más destacables fueron realizados por:

- El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. En enero de 1999 publicó dos documentos: uno sobre las interacciones de los bancos con las IEA, mencionado al principio de esta monografía (nota a pie de página 9), y otro que contenía recomendaciones en forma de "guía de buenas prácticas" en relación a las interacciones de los bancos con las IEA.
- IOSCO. A finales de 1999 también publicó un documento sobre IIA y otras instituciones con apalancamiento elevado (nota a pie de página 10), que contenía un número elevado de recomendaciones en el ámbito de las empresas de servicios de inversión. Con posterioridad, IOSCO y el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria formaron un grupo de trabajo conjunto que en 2001 publicó una revisión de los temas relacionados con IEA.
- Grupo de Trabajo sobre Mercados Financieros. En 1999 publicó un informe sobre las IIA, su apalancamiento y las lecciones que se podían extraer del caso LTCM (ver nota a pie de página 4).

---

<sup>100</sup> En el caso de fondos de IIA, los gestores primeros sí que analizan los diferentes posibles fondos para invertir en ellos o no.



- Foro sobre Estabilidad Financiera<sup>101</sup>. Un grupo de trabajo de esta institución publicó en 2000 un informe sobre los retos que se derivan de la actividad de las IEA<sup>102</sup>, del que se hicieron dos actualizaciones (en 2001 y 2002) con información sobre el progreso obtenido respecto a las recomendaciones realizadas.
- Desde el sector privado también se han producido diversas iniciativas entre la que destaca la "Guía de Buenas Prácticas para los Gestores de IIA"<sup>103</sup> editada por Asociación de Fondos Gestionados<sup>104</sup>, publicada en 2000 y actualizada en 2003. La guía surgió de una de las recomendaciones del documento del Grupo de Trabajo sobre LTCM acerca de la conveniencia de que las IIA establecieran un conjunto de buenas prácticas sobre los temas de gestión del riesgo y de controles internos.

Las recomendaciones más importantes recogidas en dichos trabajos con el fin de minimizar el riesgo de crisis sistémicas inciden en dos de las características de las IIA como causas potenciales del riesgo sistémico: el elevado nivel de apalancamiento en que incurren y la opacidad de la información. Sin embargo, ninguna de las instituciones cree conveniente, por el momento, la regulación directa de las IIA. El espíritu general de las recomendaciones es fortalecer la disciplina del mercado, en el sentido de que si, entre otras cosas, las entidades involucradas mantienen sistemas de gestión del riesgo adecuados y se mejora la información ofrecida por las entidades, el propio mercado limitará el apalancamiento de estas instituciones (algo que no ocurrió en el caso LTCM). Las principales recomendaciones son:

**Fortalecer la gestión del riesgo de contraparte.**

La mejora de la gestión del riesgo de contraparte es importante para impedir la acumulación de un apalancamiento excesivo en el sistema financiero. Todas las instituciones que actúan como contraparte de las IEA deberían revisar los sistemas de gestión de contraparte, que deberían estar basados en la constitución y uso de: (i) un marco general de gestión de riesgos para cada institución, (ii) sistemas de valoración de la calidad crediticia de las instituciones, (iii) metodologías de medida de la exposición al riesgo de las entidades, (iv) procedimientos para establecer límites en las inversiones, (v) políticas de valoración, (vi) riesgos legales, (vii) sistemas para presentar informes adecuados a la alta dirección de la institución. Cuando estos elementos son insuficientes, se recomienda no operar con instrumentos, y mercados, con alto riesgo y volatilidad, o con contrapartes que mantienen posiciones en tales mercados.

**Fortalecer la gestión del riesgo por parte de las IIA.**

Algunas IIA han elaborado buenas prácticas para la gestión del riesgo, han mejorado sus controles internos y su transparencia y han promovido el aumento del diálogo con las autoridades del mercado. Los autores de las recomendaciones indican que estas prácticas deberían extenderse a toda la comunidad de IIA.

<sup>101</sup> *Financial Stability Forum* (FSF) en denominación anglosajona. Fue creado por los Ministros de Finanzas del G-7 con el fin de asegurar que las instituciones nacionales e internacionales pudieran cooperar de forma efectiva para promover la estabilidad de los mercados financieros a escala internacional.

<sup>102</sup> *Financial Stability Forum*. "Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions" ("Informe del Grupo de Trabajo sobre IEA"). Abril-2000.

<sup>103</sup> "Sound Practices for Hedge Fund Managers" ("Buenas prácticas para gestores de IIA").

<sup>104</sup> *Managed Funds Association* (MFA). Se trata de la asociación más importante de profesionales especializados en la industria de la gestión alternativa estadounidense. En la actualidad cuenta con más de 650 miembros, entre los que destacan las sociedades gestoras financieras y de mercancías y algunos patrocinadores e intermediarios de los mercados. Además de proveer información a los inversores, legisladores, reguladores, prensa financiera y miembros, la MFA impulsa el crecimiento de la industria mediante determinados programas y ofrece formación profesional con el fin de facilitar el intercambio de ideas entre sus miembros.

### **Mejorar la supervisión de las entidades que otorgan crédito a las IEA.**

El Foro sobre Estabilidad Financiera asegura que el fortalecimiento de la supervisión de los proveedores de crédito es necesario con el fin de asegurar que se cumplen las recomendaciones de buenas prácticas y de que las recientes mejoras en las prácticas de las instituciones se consolidan. La presión competitiva que ejercen los mercados puede ocasionar que las instituciones se desvíen de las prácticas más adecuadas (por ejemplo, con el fin de mejorar los resultados de corto plazo de la institución). Los reguladores y supervisores deberían establecer métodos necesarios para determinar la medida en que las instituciones cumplen con las recomendaciones emitidas por IOSCO y el Comité de Basilea, y tomar las acciones pertinentes cuando se identifiquen ineficiencias.

Los reguladores/supervisores deberían, entre otras actividades, comprobar la idoneidad de los procedimientos de gestión de riesgos e impulsar las técnicas de "análisis de escenarios críticos"<sup>105</sup> (*stress-testing*), cooperar con otros reguladores para minimizar las oportunidades de arbitraje regulatorio, desarrollar modelos de adecuación del capital más sensibles al riesgo, comprobar la validez de los modelos VaR (*Value at Risk*) y otros modelos de riesgos utilizados por las entidades financieras, y restringir la capacidad de las instituciones para operar con IEA cuando consideren que sus sistemas de gestión de riesgos son deficientes. También sería positivo que en los centros *off-shore* se estableciera una regulación acorde con la existente en la mayoría de las jurisdicciones.

### **Fomentar la responsabilidad de la industria.**

Existen áreas importantes respecto a la gestión del riesgo de contraparte que requieren mayor esfuerzo a nivel sectorial e individual, como por ejemplo la mejora de las medidas de exposición futura potencial, el desarrollo de los sistemas de "análisis de escenarios críticos" y de medidas de riesgo de liquidez y también de las técnicas de gestión de las garantías.

También en este ámbito son pertinentes las recomendaciones sobre la normativas nacionales de quiebra, en el sentido de que éstas deberían asegurar a los participantes del mercado que sus posiciones pueden ser cerradas y las garantías ejecutadas en el caso de que se produzca el impago (*default*) de alguna contraparte.

### **Impulsar la transparencia de las entidades.**

Respecto a la transparencia de las entidades, existe consenso sobre la necesidad de impulsar y mejorar la información que estas entidades proporcionan. El Comité de Basilea indica que para ello son necesarias medidas adicionales a las contempladas hasta el momento. IOSCO considera que las IEA deben ofrecer a los reguladores información periódica de carácter confidencial, y apoya la publicación directa de información por parte de las IEA al mercado. En cualquier caso, IOSCO señala que la información de los intermediarios financieros debe ser accesible para los reguladores. En caso de crisis, las entidades deben estar preparadas para ofrecer a los supervisores cuanta información sea necesaria.

El Grupo de Trabajo sobre Mercados Financieros de IOSCO también apoya la información pública por parte de las IEA con el fin de que los participantes del mercado tomen decisiones con mejor información. Además recomienda que todas las compañías, incluso los intermediarios financieros, hagan públicas las posiciones que mantienen respecto a entidades con un apalancamiento significativo, incluyendo a las IIA.

Desde el sector de IIA se sugiere que se busque un consenso entre el propio sector, las contrapartes y los reguladores sobre la información pública de las entidades

---

<sup>105</sup> Se trata del análisis del impacto potencial en los resultados de la cartera ante movimientos extremos en las variables de mercado.

que, entre otras cosas, impida la filtración de dicha información a terceras entidades o su uso indebido.

El Foro sobre Estabilidad Financiera apuesta por el impulso general de las prácticas de información pública de todas las entidades. Considera que se debería mejorar la información suministrada por las entidades de forma que haya posibilidad de compararla entre entidades teniendo en cuenta los riesgos asumidos por las mismas.

En los últimos años parece que las preocupaciones sobre los riesgos sistémicos planteados por las IIA han disminuido, en parte como consecuencia de la asunción de muchas de estas recomendaciones por parte del sector<sup>106</sup>. Parece observarse que los sistemas de gestión del riesgo de contraparte y que la supervisión regulatoria han mejorado, lo que ha contribuido a reducir el apalancamiento existente en el sistema financiero internacional. Sin embargo, no se puede descartar que una parte de la caída del apalancamiento haya estado relacionada con un periodo prolongado de aversión al riesgo o a la falta de oportunidades en el mercado. Por ello, los supervisores bancarios y los reguladores de valores deben mantener el propósito de reforzar la supervisión de las relaciones entre las empresas reguladas y sus contrapartes de mayor tamaño (incluyendo IEA).

También se observa cierto progreso en los flujos de información producidos entre las IEA y sus entidades de contraparte así como hacia los inversores. Las IEA son algo más transparentes, pero continúan siendo muy reacias respecto a la publicación de información de la que pueda deducirse sus estrategias de gestión. Las iniciativas voluntarias respecto a la publicación de información de las IIA han tenido un escaso desarrollo y ninguna autoridad reguladora les ha obligado, por el momento, a realizar dicha publicación.

En los últimos años no se han producido casos en los que pueda deducirse que las IEA hayan realizado prácticas agresivas en los mercados o hayan tomado unas posiciones tan grandes que hubieran podido suponer un riesgo elevado. Sin embargo, algunas jurisdicciones sí han alertado sobre las prácticas de ventas en corto de los fondos y otras lo han hecho sobre el elevado apalancamiento que va aparejado a determinadas estrategias de los fondos (p.e.: arbitraje de bonos convertibles). Un grupo de autoridades han expresado que la falta de una información fiable sobre estas instituciones impide la identificación de focos potenciales de riesgo sistémico, de ahí que se recomiende a las autoridades nacionales e internacionales que continúen investigando las potenciales amenazas para los mercados que pueden tener origen en la actividad de las IEA.

## 6.2. Protección del inversor

Todos los documentos y estudios que se publicaron con motivo del colapso de LTCM se centraban en los riesgos que se derivaban de la actividad de instituciones con un apalancamiento elevado (sean IIA o no) y en los posibles efectos sistémicos sobre el mercado. La participación minorista de forma directa o indirecta (fondos de fondos) en el sector de IIA era entonces relativamente pequeña, y los reguladores pensaban que los grandes inversores institucionales e inversores sofisticados, los que realmente invertían en el sector, eran capaces de proteger sus propios intereses. Sin embargo, como ya resaltó el último informe del Foro sobre Estabilidad Financiera, la comercialización de estos fondos al inversor minorista en un número

---

<sup>106</sup> "The FSF Recommendations and Concerns Raised by HLI: an Assessment" ("Las recomendaciones del FSF y las preocupaciones derivadas de las IEA: una evaluación"). 11 marzo 2002.

de jurisdicciones cada vez mayor ha aumentado las preocupaciones sobre los temas de protección al inversor, en el sentido de que se debe garantizar que los inversores comprenden el producto en el que están invirtiendo y los riesgos que entraña su inversión.

El documento más relevante en esta materia fue publicado por IOSCO<sup>107</sup> en 2003. En él se señala que cuando una jurisdicción decida permitir la comercialización de estos fondos al cliente minorista, el regulador tenga en cuenta los siguientes aspectos:

***Información que la IIA debe proporcionar al inversor:***

Estrategia del fondo y detalle de los riesgos. Es importante que el fondo explique las estrategias que utiliza y los riesgos inherentes a cada una de ellas de una forma comprensible para el inversor minorista. IOSCO aclara que este requisito no implica que el gestor indique las posiciones concretas que se ha tomado en un mercado, dada la resistencia del sector a dar una información demasiado detallada.

Objetivo de rentabilidad. En este tipo de inversiones es mucho más complicado para el inversor conocer si el fondo se está comportando mejor o peor de lo previsto, por lo que se necesita información clara del resultado que el gestor tiene por objetivo.

Comisiones y costes. Estos fondos normalmente cargan una comisión por resultados y otra por gestión, que deben ser especificadas de forma clara.

Resultados pasados. Dado el énfasis que se proporciona a la capacidad del gestor en la obtención de resultados, es importante para el inversor conocer la historia de rendimientos del fondo asociados al gestor.

Periodos de liquidación. Muchos fondos imponen restricciones a la hora de hacer aportaciones o rescate de la inversión, que deben ser claramente detalladas. Los fondos (y fondos de fondos) que inviertan en activos ilíquidos también deberían detallar este hecho a los inversores.

Valoración. Con frecuencia, los fondos invierten en valores ilíquidos, de difícil valoración. En este caso, el fondo debe informar sobre los modelos de valoración que utilizará y de sus riesgos.

Entidades relacionadas. El inversor deberá conocer los servicios que sean contratados a terceras entidades.

***Aspectos específicos en el caso de los fondos de fondos:***

Información sobre los fondos subyacentes y criterios de selección. Los inversores deberán conocer la naturaleza y los riesgos de los fondos (principales) en los que el fondo (subordinado) va a invertir, así como los criterios de elección.

Diligencia de los fondos subyacentes. El inversor debe conocer la responsabilidad del gestor del fondo en el que ha invertido si ocurriera algún problema en los fondos subyacentes.

Diversificación. El fondo debería especificar los niveles máximos de su capital que se pueden invertir en un único fondo. También debería determinar un número mínimo de fondos en los que siempre mantendrá alguna posición.

---

<sup>107</sup> "Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds" ("Temas sobre regulación y protección del inversor derivados de la participación del inversor minorista en (fondos-de) IIA"). IOSCO. Febrero 2003.

Comisiones dobles. Si el fondo va a repercutir sus propias comisiones y las comisiones de los fondos subyacentes, debería ser explicado de forma clara. IOSCO aconseja que dicha explicación vaya acompañada de ejemplos.

Actividad de inversión del fondo de fondos. Si el fondo fuera a hacer inversiones directas a los mercados, además de las inversiones en los fondos subyacentes, debería notificarlo a los inversores.

Supervisión: IOSCO afirma que esta tarea supone un reto para las autoridades, debido a la amplia gama, y poco conocida, de estilos, estrategias y técnicas que utilizan. Puede ser difícil para el regulador juzgar si la política de inversión y los riesgos se han explicado suficientemente, o si el gestor está operando según las políticas establecidas. Aparte de ser necesario el entrenamiento y aprendizaje del personal del organismo regulador, puede facilitar esta tarea la utilización de los servicios de otras instituciones especializadas en el análisis de las IIA o empresas de auditoría.

Los reguladores pueden optar por diferentes enfoques respecto a la regulación de las IIA. Entre diversas alternativas, IOSCO considera las siguientes posibilidades que los reguladores pueden:

- Prohibir la inversión directa o indirecta al inversor minorista, por entender que el producto no es adecuado para él, bien por su complejidad, riesgos u otros motivos.
- Permitir la inversión indirecta de forma limitada mediante un gestor de fondos profesional.
- Imponer requisitos adicionales de competencia y experiencia para los gestores de estos fondos.
- Prestar especial atención a la forma de seleccionar los fondos subyacentes realizadas por los gestores de fondos de fondos.
- Permitir la inversión directa en estos fondos, pero limitarla a inversores más sofisticados, imponiendo un nivel mínimo de suscripción.
- Requerir informaciones adicionales a estos fondos sobre los riesgos asociados a la inversión y las estrategias utilizadas.
- Requerir a los inversores la firma de un documento en el que declaran comprender los avisos sobre el riesgo y la complejidad de los productos.
- Dar un mayor énfasis a la habilidad de los vendedores de estos fondos, con el fin de que éstos entiendan estos productos antes de recomendarlo a los clientes.
- Otorgar un mayor énfasis en los procesos de control interno de los gestores, lo que incluye los procedimientos de valoración.

## 7. Conclusiones

Este trabajo pretende una aproximación al sector de la gestión alternativa, que está tomando una importancia significativa tanto para los inversores, que aprecian sus cualidades como instrumentos de diversificación de riesgos, como para las autoridades reguladoras y supervisoras, que están interesadas en evitar o minimizar la posibilidad de que las IIA ocasionen crisis sistémicas y en proteger los intereses de los inversores.

Las IIA son instituciones sometidas a poca o reducida regulación y supervisión, sujetas a escasas obligaciones de información y con un apalancamiento potencialmente elevado. Se distancian de la gestión tradicional de activos en que no intentan batir una referencia de mercados sino que buscan alta rentabilidad con independencia de la evolución de los mercados. El crecimiento del número de IIA y de los activos gestionados por estos fondos en la última década ha sido significativo. Además, algunas estimaciones indican que el rendimiento agregado de estas instituciones ha sido superior al de alguna de las principales referencias del mercado y, en ocasiones, menos volátil.

Las estrategias que utilizan las IIA se pueden clasificar en tres grupos: neutrales al mercado, que intentan minimizar o reducir significativamente el riesgo de mercado, dirigidas por acontecimientos del mercado y de tendencia del mercado. Las estimaciones sobre la rentabilidad de las IIA con estas estrategias y su volatilidad dan lugar a conclusiones heterogéneas.

El panorama regulatorio de la industria de la gestión alternativa se caracteriza por varios elementos: (i) el registro de las IIA no es, en general, obligatorio, pero allí donde se contempla, las IIA suelen evitarlo, a menudo por razones fiscales, (ii) la comercialización de estas instituciones se realiza de forma privada o requiere inversiones elevadas y (iii) los requisitos para las sociedades gestoras de estas instituciones son más heterogéneos entre jurisdicciones.

La creciente importancia de estos fondos en cuanto a la magnitud del ahorro captado y el número de fondos existentes, el interés por parte de los inversores en estos fondos (sobre todo los inversores institucionales), especialmente en épocas de turbulencias en los mercados financieros, y la relevancia que pueden tener las IIA desde el punto de vista del riesgo sistémico han hecho que diversos estados hayan tramitado (o estén en proceso) una nueva regulación para el sector de la gestión alternativa. Por el momento, no se observa una tendencia hacia una regulación relativamente homogénea a nivel internacional, si bien varios países están optando por facilitar la domiciliación de estas instituciones en territorio nacional y por permitir el acceso del inversor minorista al sector mediante fondos de IIA.

Resulta fundamental para el desarrollo del sector que mejore la calidad de la información que ofrecen estas instituciones al mercado. Es importante que la información que reciba el inversor sea suficiente para que conozca con exactitud los riesgos, la rentabilidad esperada y los costes de las inversiones en estos productos ya que, en términos generales, suponen un nuevo concepto de inversión, descono-

cido para el inversor tradicional. También es importante que el flujo de información entre estas instituciones y sus contrapartes sea adecuado con el fin de que éstas impongan los límites apropiados a su exposición al riesgo crediticio. Finalmente, es vital el volumen y la calidad de la información que las autoridades supervisoras obtengan de estas instituciones, ya que la flexibilidad con la que éstas operan en los mercados supondrá seguramente una nueva forma de supervisión y un esfuerzo adicional por parte de las autoridades. La colaboración y el intercambio de información entre reguladores y entre los reguladores y otras entidades del mercado son esenciales, especialmente teniendo en cuenta su operativa transnacional (internacional).

## 8. Referencias bibliográficas

### 8.1. Informes oficiales

Basle Committee on Banking Supervision. 1999 "Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions". Disponible en [www.bis.org/publ/bcbs45.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs45.pdf)

Basel Committee on Banking Supervision. 2001 "Review of Issues Relating to Highly Leveraged Institutions". Disponible en [www.bis.org/publ/bcbs79.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs79.pdf)

Basel Committee on Banking Supervision. 1999. "Sound Practices for Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions". Disponible en [www.bis.org/publ/bcbs46.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs46.pdf)

Basel Committee on Banking Supervision. 2000. "Special feature: Hedge funds". BIS Quarterly Review. Disponible en [www.bis.org/publ/r\\_qt0011g.pdf](http://www.bis.org/publ/r_qt0011g.pdf)

Eichengreen B. y D. Mathieson. 1999. "Hedge Funds: What Do We Really Know?". International Monetary Fund. Economic Issues N. 19. Disponible en [www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/](http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/)

Financial Services Authority. 2002. "Hedge Funds and the FSA", Financial Services Authority Discussion Paper No. 16.

Financial Services Authority. 2003. "Hedge Funds and the FSA: Feedback statement on DP16". Los dos documentos de la FSA disponibles en [www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/16](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/16)

Financial Stability Forum. 2000. "Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions". Disponible en [www.fsforum.org/publications/Rep\\_WG\\_HLI00.pdf](http://www.fsforum.org/publications/Rep_WG_HLI00.pdf)

Financial Stability Forum. 2001 "Progress in Implementing the Recommendations of the Working Group on Highly Leveraged Institutions (HLIs)". Disponible en [www.fsforum.org/publications/Progress\\_HLI01.pdf](http://www.fsforum.org/publications/Progress_HLI01.pdf)

Financial Stability Forum. 2002. "The FSF Recommendations and Concerns Raised by Highly Leveraged Institutions (HLIs): An Assessment" Disponible en [www.fsforum.org/publications/FSF\\_recom\\_HLI02.pdf](http://www.fsforum.org/publications/FSF_recom_HLI02.pdf)

International Organization of Securities Commissions". 1999. "Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions". Disponible en [www.iosco.org/docs-public/1999-hedge\\_funds.html](http://www.iosco.org/docs-public/1999-hedge_funds.html)

International Organization of Securities Commissions. 2001 "Review of Issues Relating to Highly Leveraged Institutions (HLIs)". Disponible en [www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS20.pdf](http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS20.pdf)



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. Disponible en [www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD142.pdf](http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD142.pdf)

Securities and Exchange Commission, Department of the Treasury, Board of Governors of the Federal Reserve, Commodity Futures Trading Commission. 1999. "Hedge Funds, Leverage and the Lessons of Long Term Capital Management. Report of the President's Working Group on Financial Markets". Disponible en [www.ustreas.gov/press/releases/docs/hedgfund.pdf](http://www.ustreas.gov/press/releases/docs/hedgfund.pdf)

Securities and Exchange Commission. 2003. SEC Roundtable on Hedge Funds. Disponible en [www.connectlive.com/events/sechedgefunds/](http://www.connectlive.com/events/sechedgefunds/)

Securities and Exchange Commission. 2003. "Implications of the Growth of Hedge Funds". Disponible en [www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf](http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf)

The Managed Funds Association. 2003. "2003 Sound Practices for Hedge Fund Managers". Disponible en [www.mfainfo.org/images/pdf/2003SoundPractices\\_forHedgeFundManagers.pdf](http://www.mfainfo.org/images/pdf/2003SoundPractices_forHedgeFundManagers.pdf)

## **8.2. Libros**

Kenneth S. P. y J. S. Ronald. 2003 "Hedge Funds: Definite Strategies and Techniques". Investment Management Consultants Association. Wiley Finance Series.

Manulli A., E. Manulli y N. Melaccio. 2003. "Gli Hedge Fund". Jackson Libri Editore S.r.l.

## **8.3. Documentos académicos**

Amenc, N., L. Martellini y M. Vaissié. 2003. "Benefits and risks of alternative investment strategies". Journal of Asset Management, vol. 4, nº 2, 96-118(23).

Agarwal, V. y N. Y. Naik. 2000. "Performance evaluation of hedge funds with option-based and buy-and-hold strategies". Working Paper, London School of Business.

Brown, S. J., W. N. Goetzmann y R. G. Ibbotson. 1999. "Offshore hedge funds.: survival and performance, 1989-1995". Journal of Business, 72(1), 91-119. (IIA extranjerías: supervivencia y resultados: 1989-1995).

Brown, S. J. y W. N. Goetzman. 2001. "Hedge funds with style". NBER Working Paper Nº 8173.

Capocci D. 2001. "An analysis of hedge fund performance 1984-2000". Working Paper. Universidad de Liege.

Fung, W. y D. A. Hsieh. 1997. "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: the case of hedge funds". Review of Financial Studies, 10(2), 275-302.

Fung, W. y D. A. Hsieh. 1999. "A primer on hedge funds". Journal of Empirical Finance, 6, 309-331.

Fung, W. y D. A. Hsieh. 2000. "Measuring the market impact of hedge funds". Journal of Empirical Finance, 7, 1-36.

Fung, W., y D. A. Hsieh. 2000b. "Performance characteristics of hedge funds and commodity funds: Natural vs spurious biases". Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35, nº 3, 291-307.

Fung, W. y D. A. Hsieh. 2001. "The risk in hedge fund strategies: Theory and evidence from trend followers". Review of Financial Studies, 14, nº 2, 313-341.

Fung, W. y D. A. Hsieh. 2002. "Asset-Based style factors for hedge funds". Financial Analysts Journal, Vol. 58, nº. 5.

Mitchell, M. y T. Pulvino. 2001. "Characteristics of risk in risk arbitrage". Journal of Finance, 56, nº 6, 2135-75.

#### **8.4. Otros**

PricewaterhouseCoopers. 2003. "The regulation and distribution of hedge funds in Europe: Changes and challenges".

Inverco. 2003. "Instituciones de Inversión Alternativa. Desarrollo y regulación: Estudio comparado por países".



## 9. Anexo

Índices de rendimiento acumulado de las IIA, clasificados por estrategias, comparados con otras referencias del mercado (S&P 500 e índices MSCI de renta variable y renta fija).

