

# ENFOQUE REGULATORIO EN ESPAÑA DE LOS *HEDGE FUNDS*



Antonio Carrascosa Morales  
Director General de Entidades (CNMV)  
Palacio de Congresos.  
Madrid, 6 de junio de 2006

## Cuestiones generales sobre la regulación española



- El RIIC hace una regulación de mínimos y abre la vía para una regulación más minuciosa (Orden y Circular)
- Se pretende mitigar ciertos riesgos en la operativa de los HF y garantizar un mínimo de protección a los partícipes (FHF)
- Comercialización directa de HF y FHF extranjeras (desarrollo industria nacional). Clónicos y estructuras “master-feeder”. No se introducen restricciones a la subcontratación de actividades con entidades extranjeras

## Cuestiones generales sobre la regulación española



- Se ha optado por la fórmula del establecimiento de requisitos especiales a las SGIIC. Discusión sobre SAV, fondos "light"...
- No hay regulación específica de instituciones tales como "prime brokers", "asesores" o "administradores", pero sí de sus funciones
- Requisitos regulatorios "estrictos", pero no mayores que los exigidos por inversores institucionales típicos

- Riesgo de inestabilidad financiera y sobre la confianza en los mercados. Origen: efectos de una rápida liquidación de posiciones (en algunos mercados, más del 50% del volumen negociado es realizado por HF). Componente nacional e internacional
- Riesgo de contraparte en operaciones de endeudamiento
- Respuestas: refuerzo de la gestión del riesgo de contraparte, mejora en la gestión de riesgos de los vehículos, atención regulatoria a los financiadores de HF y mayor transparencia de dichas instituciones

# RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

- Límites al endeudamiento: 5 veces el patrimonio. Información en folleto e informes periódicos sobre operaciones en derivados
- Sistemas de medición y control de riesgos en las SG: adecuados a las estrategias realizadas
- Ejercicios de “stress tests”
- Folleto: información sobre los criterios de concentración, diversificación de riesgos y riesgo de contraparte

- Aunque en situaciones de normalidad la liquidez es suficiente, en un mercado descendente la realidad es bien diferente (peligro de estrategias similares)
- La entrada en productos y mercados más complejos, como respuesta a reducción de “spreads” y volatilidad, supone frecuentemente menos liquidez que en los mercados tradicionales
- Los riesgos de liquidez crecen también con el incremento de la participación en HF de inversores institucionales y, en general, con una excesiva concentración de su base de inversores
- Actualmente, tiende a ofrecerse a los inversores más liquidez (cuentas gestionadas y “side letters”), pero las inversiones de HF son más ilíquidas. Esto incrementa el riesgo de liquidez

# RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

- Liquidez restringida y preavisos: liquidez trimestral o semestral y posibilidad de reembolsos en especie. Próxima regulación de los “lock-ups”, las ventanas de liquidez y los preavisos
- Folleto: información sobre la política de inversión en activos ilíquidos
- Documento de consentimiento del inversor: el inversor deberá aceptar expresamente la menor liquidez de las inversiones

## Riesgo derivados de la opacidad de HF



- Un inversor sólo puede comprender la estrategia inversora de un HF hablando con los gestores y analizando los informes periódicos. Esto es difícil que lo haga un inversor minorista
- Los gestores de HF han aumentado su transparencia frente al mercado, excepto si se trata de poner a disposición de sus competidores sus estrategias y posiciones
- Incremento de la transparencia frente al supervisor si se crea el marco regulador adecuado

# RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

- Inversión mínima 50.000€
- Información a inversores: folleto informativo, informes periódicos cada tres meses (anual, semestral, trimestral)
- Información al supervisor: estado estadístico y operativo mensual (información sobre apalancamiento y medidas de riesgo)

- El riesgo de los HF como contraparte se deriva de sus inversiones, de las operaciones de préstamo de valores, etc.
- El atractivo del negocio de los HF podría estar flexibilizando las condiciones de ciertas operaciones.
- Riesgos de la reutilización de las garantías

## RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

- Información al depositario de los contratos entre la gestora y el “prime broker”
- Solvencia del prime broker: se deberá informar en folleto. Además, debe estar domiciliado en un país de la OCDE
- Riesgo de contraparte: se deberá informar en folleto del valor de mercado máximo de las garantías reutilizadas frente a las obligaciones garantizadas, y en la información periódica, sobre este ratio a fecha de referencia

- Los gestores de HF hacen frente a cada vez mayores costes de lanzamiento en un ambiente muy competitivo
- Frecuentemente, menor atención a determinadas tareas: “middle” y “back offices” (las menos “rentables” para el gestor)
- Riesgos operacionales muy significativos derivados de la valoración de los activos de los HF:
  - ✍ Conflictos de interés al valorar el gestor y estar su remuneración en función de dicha valoración
  - ✍ Conflictos de interés si el agente de cálculo es, a su vez, contraparte del HF o financiador del mismo
  - ✍ Inversiones en activos ilíquidos o complejos sin precios de mercado

# RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

- Recursos propios: exigencia de recursos propios adicionales a las gestoras por riesgo operacional (4% de los ingresos por la actividad)
- Independencia del administrador: si no se delega esta función, deberá ser independiente de la gestión; si se delega, no podrá ser ni el depositario ni el “prime broker” ni la unidad de control
- Normas para calcular el valor liquidativo: procedimientos de reconciliación de diferencias entre valor del gestor y valor del administrador; necesidad de informar en folleto de los criterios de valoración