

***RIESGOS DE LOS HF Y
ENFOQUE REGULATORIO
EN ESPAÑA***

Regulación sector HF vs. Inacción al no requerir protección sus inversores

✍ Discrepancias en Europa.

✍ El RIIC hace una regulación de mínimos y abre la vía para una regulación más minuciosa.

✍ Se pretende mitigar ciertos riesgos en la operativa de los HF y garantizar un mínimo de protección a los partícipes (válido especialmente para los clientes de los FHF).

Gestión de HF como actividad regulada diferenciada vs. Establecimiento requisitos a las SGIIC que quieran operar con HF o FHF.

✍ El RIIC opta por la fórmula del establecimiento de requisitos específicos a las SGIIC.

Regulación instituciones típicas del mundo de HF vs. “Traducción” de dicho entorno institucional al marco de las IIC españolas

- ✍ La Circular opta por la segunda alternativa, es decir, SGIIC, Depositarios y delegación de funciones más contratos de servicios (con controles).**
- ✍ No hay regulación específica de instituciones tales como “prime brokers”, “advisors” o “administrators”, aunque sí se entra en funciones y actividades desarrolladas por ellos.**

Requisitos regulatorios “estrictos”, pero no mayores que los exigidos por inversores institucionales típicos

✍ **El sector está evolucionando en este sentido al incrementarse el peso de los inversores institucionales (due diligence”, “stress tests”, etc.).**

Regulación SGIIC complementaria de cualquier iniciativa regulatoria en otros frentes

✍ **Por ejemplo, prevención riesgos sistémicos**

Interés del supervisor en el desarrollo de una industria nacional

✍ Por ahora, no se introducen restricciones a la subcontratación de actividades con entidades extranjeras (administradores y asesores).

✍ Posibilidad de mantenimiento de restricciones a comercialización directa en España de HF y FHF extranjeras, excepto lo dispuesto en el RIIC.

RIESGO SISTÉMICO

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

RIESGO SISTÉMICO

RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

- ✍ Límites al endeudamiento: 5 veces el patrimonio. Información en folleto e informes periódicos sobre el apalancamiento adicional mediante operaciones en derivados.**
- ✍ Control de riesgos en las SG: existencia de sistemas de medición y control de riesgos adecuados a las estrategias realizadas.**
- ✍ Ejercicios de “stress test”: deberán tener en cuenta los cambios en las estructuras de los mercados y correlaciones entre activos.**
- ✍ Folleto: Información sobre los criterios de concentración, diversificación de riesgos y riesgo de contraparte.**

RIESGO DE LIQUIDEZ

- Aunque en situaciones de normalidad la liquidez es suficiente, en un mercado descendente la realidad es bien diferente, especialmente si los gestores de HF con estrategias similares salen de un mercado al mismo tiempo (“crowding effect”).
- La entrada en productos y mercados más complejos supone frecuentemente menos liquidez que en los mercados tradicionales (productos estructurados, mercados asiáticos). Respuesta a reducción de “spreads” y volatilidad (en definitiva búsqueda de alfa).

RIESGO DE LIQUIDEZ

RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

✍ **Liquidez restringida y preavisos**

✍ **Folleto: información sobre la política de inversión en activos líquidos.**

RIESGO DE LIQUIDEZ PARA LOS INVERSORES

- *Posibilidad de discrepancia entre la liquidez de las inversiones de un HF y la de sus inversores → Reembolsos significativos pueden forzar la liquidación forzosa de posiciones. Actualmente, tiende a ofrecerse a los inversores más liquidez, pero las inversiones de HF son más ilíquidas.*
- *Todavía predominan los fondos cerrados, ventanas extraordinarias de liquidez, altas comisiones de reembolso.*
- *Aunque la existencia de cuentas gestionadas y “side letters” favorecen la liquidez de los Fondos, en el fondo incrementan el riesgo de liquidez, ya que el dinero puede retirarse más rápidamente.*
- *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.*

RIESGO DE LIQUIDEZ PARA LOS INVERSORES

RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

✍ Documento de consentimiento del inversor: el inversor deberá aceptar expresamente la menor liquidez de las inversiones y el hecho de que invertir en “hedge funds” no puede constituir el activo único de un programa o plan de inversión.

RIESGOS 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.**
- El acceso de inversores minoristas sólo es frecuente en Fondos de Fondos.**
- 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.**

RIESGOS DERIVADOS DE LA OPACIDAD DE HF

RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

- ✍ Inversión mínima 50.000 €: “caveat emptor” para restringir el acceso minorista.
- ✍ 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).

RIESGO DE CONTRAPARTE

- ***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 la hipoteca.***

RIESGO DE CONTRAPARTE

RESPUESTA REGULATORIA ESPAÑOLA

- ✍ Subcustodio: si la financiación otorgada por el prime broker implica la aportación de colateral, dicho operador deberá informar al depositario.
- ✍ Solvencia del prime broker: se deberá informar en folleto.
- ✍ Riesgo de contraparte: se deberá informar en folleto del valor de mercado máximo de las garantías frente a las obligaciones garantizadas, y en la información periódica sobre este ratio a fecha de referencia.

RIESGO OPERACIONAL

- **Los gestores de HF hacen frente a cada vez mayores costes de lanzamiento en un ambiente muy competitivo → Baja tasa de supervivencia para los nuevos entrantes y posibles pérdidas para inversores.**
- **Frecuentemente, un gestor de éxito genera un crecimiento espectacular del HF, lo que puede llevar a un cierto descuido de determinadas tareas: “middle” y “back offices” (las menos “rentables” para el gestor).**

RIESGO OPERACIONAL

- **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 (necesidad de recurrir a cotizaciones de contrapartes, modelos de valoración, etc.).**

RIESGO OPERACIONAL

RESPUESTA REGULADORA ESPAÑOLA

- Recursos propios: exigencia de recursos propios adicionales a las gestoras de HF por riesgo operacional en línea de Basilea II .**
- 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.**