

Presentación de la nueva regulación de las IIC de Inversión Libre
Acto organizado conjuntamente CNMV y Fundación Inverco
Notas para la intervención del Vicepresidente
6 de junio, 2006

El objetivo de mi intervención de hoy es presentarles el informe publicado por la CNMV sobre la industria de *hedge funds*, que tienen a su disposición en la entrada de la sala. Y que, por supuesto, estará disponible también en la página web de la CNMV. Como habrán visto hemos actualizado el logo, que irá apareciendo a partir de ahora, y estrenamos nueva serie de publicaciones. El nuevo plan de publicaciones será presentado en pocos días, con el objetivo de poner a disposición pública no sólo la importante base de datos estadísticos de la CNMV, sino también para fomentar la difusión de información, haciendo llegar a la comunidad financiera y al público en general los diversos trabajos y estudios que la CNMV elabora habitualmente.

No obstante, antes de entrar a comentar el informe, me van a permitir que aproveche estos minutos para hacer una breve reflexión sobre la industria de *hedge funds* y, en concreto, sobre la nueva regulación de los fondos de inversión libre.

I. Reflexiones sobre los *hedge fund*

Hace algo más de un año se nos planteó el reto de afrontar la regulación de un sector que hasta entonces siempre se había localizado en zonas de escasa o nula regulación, y al que se le atribuía un grado considerable de "opacidad" en sus inversiones y operativa.

Cuando uno se aproxima por primera vez al mundo de los *hedge funds*, lo primero que espera encontrar es una definición comprensible del término. Pero resulta difícil encontrar una única definición que sea ampliamente aceptada. *(De hecho, seguro que muchos de los que estamos hoy aquí, en algún momento u otro, hemos tenido que*

explicar a alguien profano en la materia el alcance de un hedge fund y no ha sido una tarea sencilla.)

Las definiciones existentes consisten en una enumeración de las características más relevantes de los *hedge funds*, que difieren de lo observado en el mundo de la gestión tradicional. Por ejemplo, se subraya que se trata de instituciones que requieren inversiones mínimas elevadas, que establecen una estructura de comisiones en función de los resultados del fondo, que gozan de libertad de apalancamiento y de uso de derivados y que utilizan estrategias de rendimientos absolutos.

Presentación del estudio sobre la industria de *hedge funds*



No existe una única definición sobre HF

"Like mutual funds, hedge funds pool investors' money and invest those funds in financial instruments in an effort to make a positive return. Many hedge funds seek to profit in all kinds of markets by pursuing leveraging and other speculative investment practices that may increase the risk of investment loss.

Unlike mutual funds, hedge funds are subject to very few regulatory controls. Because of that, hedge funds historically have generally been available solely to accredited investors and large institutions. Most hedge funds also have voluntarily restricted investment to wealthy investors through high investment minimums"

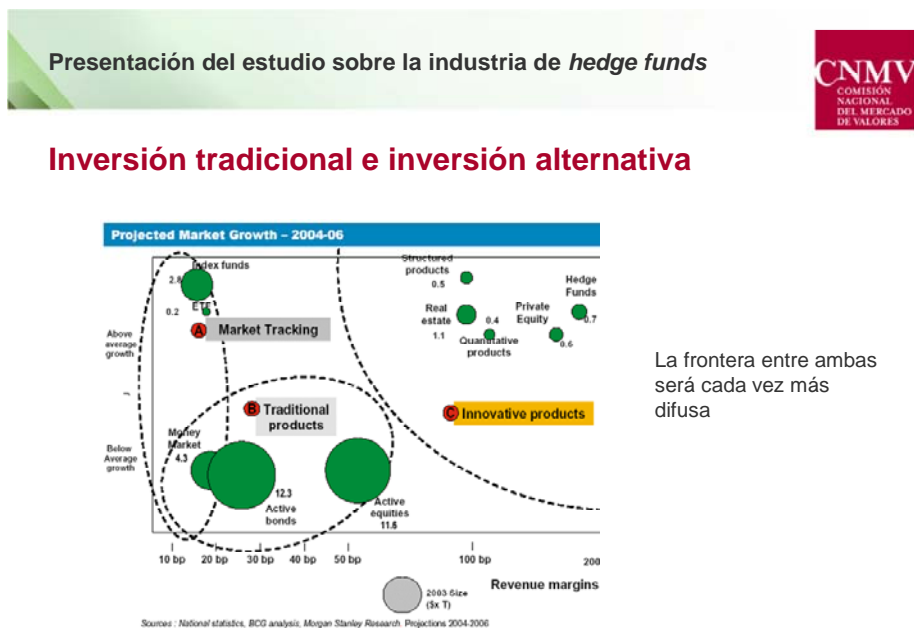
At the SEC's web page

Si bien todas las anteriores características son ciertas, la propiedad que mejor define a los *hedge funds*, en mi opinión, es su búsqueda de rentabilidad absoluta, esto es, que las rentabilidades del fondo no dependen de la evolución del mercado o de la evolución de algún *benchmark*, sino que están relacionadas con las habilidades del gestor y las estrategias utilizadas.

De este modo, los *hedge funds* no deberían verse como un nuevo producto financiero en el que invertir, sino más bien deberían relacionarse con un nuevo modelo de gestión. Por ello, el modo en que se ha traducido el término *hedge funds* a la regulación española, como Fondos de Inversión Libre, aunque sea opinable, considero

que refleja bien lo que acabo de mencionar, pues pone el énfasis en el tipo de gestión que utilizan estas instituciones, que estaría libre de las restricciones habituales impuestas a las IIC tradicionales.

Si tenemos en cuenta el continuo progreso de los mercados financieros, es muy probable que, en un futuro próximo, la frontera entre la gestión de activos tradicional y la denominada gestión alternativa sea cada vez más difusa, tal y como muchos defienden.



Para comprender la importancia de estas instituciones, quisiera enfatizar antes la trascendencia de la industria de inversión colectiva para el desarrollo de las economías. A fin de cuentas, la inversión colectiva es el modo en que los pequeños y medianos inversores acceden a los mercados financieros, mediante una gestión profesionalizada de sus ahorros, lo que favorece una adecuada asignación de las necesidades ahorro-inversión de los agentes. El desarrollo de la inversión colectiva es, por tanto, un síntoma de madurez financiera de las economías, pues el crecimiento de los fondos de inversión y su papel como inversores institucionales aumenta la profundidad del mercado, desarrolla los mercados de activos y de derivados y fomenta el crecimiento de los sectores prestadores de servicios, todo ello bajo un marco público de regulación y supervisión.

Estas consideraciones cobran especial relevancia en el caso de los *hedge funds*. En parte porque, al ser estos tomadores de riesgo y disponer de una operativa libre de restricciones, son una importante fuente de liquidez, tanto en situaciones normales como ante posibles perturbaciones de los mercados. Además, su continua búsqueda de oportunidades de inversión puede ayudar a reducir posibles desajustes en la formación de precios de los activos.

Ello no significa que su operativa no deba ser objeto de atención por parte de las autoridades financieras. Su capacidad para afectar al proceso de formación de precios de los valores, dado el elevado volumen de inversiones que manejan, podría dar lugar a una reducción de la eficiencia de los mercados. Asimismo, preocupa su papel en el proceso de transferencia de riesgos, dadas las estrechas relaciones que mantienen con otros sectores financieros como el bancario. El temor a que puedan llegar a ser una fuente de inestabilidad financiera hace que sean el centro de atención de los principales organismos internacionales.

Esta preocupación también es compartida por los organismos supervisores españoles. De hecho, la próxima semana tendrá lugar la primera reunión del Comité de Estabilidad Financiera, presidido por el Secretario de Estado de Economía e integrado por la CNMV, el Banco de España, la DG del Tesoro y Política Financiera y la DG de Seguros y Pensiones, que tiene como principal objetivo trabajar en la preservación de la estabilidad financiera del sistema y donde la operativa de los *hedge funds* es una de las inquietudes identificadas.

Dicho todo lo anterior, la demanda por parte de los inversores de nuevos productos en los que invertir, y el continuo proceso de innovación de los mercados, requería una respuesta por parte de los organismos reguladores que elaborase un marco regulatorio que diese cabida a la industria de *hedge funds*. La tarea no era sencilla pues la nueva regulación tenía que ser capaz de:

- i) mantener la eficiencia del sector español de inversión colectiva,
- ii) garantizar un adecuado grado de transparencia, que diese confianza a los participantes
- iii) y asegurar una protección adecuada a los inversores, modulando en ocasiones las medidas introducidas en función del tipo de inversor.

En mi opinión, la regulación refleja bien estos principios. Especialmente interesante me parece el avance realizado en la protección del inversor, pues ha permitido cambiar la percepción tradicional de que todo aumento de protección de los inversores supone necesariamente un lastre para el desarrollo del sector. Actualmente, en un contexto de mayor cultura financiera por parte del conjunto de los inversores y ante la demanda de nuevos productos en los que invertir, se ha desarrollado una regulación que ofrece una razonable protección al inversor, a la vez que minimiza las restricciones sobre las entidades que pudiesen mermar el crecimiento del sector y su capacidad de innovación.

Podemos decir, por tanto, que la regulación logra un buen equilibrio entre flexibilidad y seguridad. El actual marco regulatorio dota a estas instituciones de una gran flexibilidad en sus políticas de inversión, eximiéndoles de los límites de diversificación de riesgos de las IIC tradicionales, entre otras cuestiones. Pero, en contrapartida, establece determinadas exigencias sobre las entidades que gestionan el fondo. Así, la gestora deberá cumplir con unos determinados requisitos. Entre ellos, disponer de RRPP adicionales por riesgo operacional, en la línea de Basilea II, y dotarse de unos rigurosos sistemas de control de riesgos que le permita realizar ejercicios periódicos de *stress testing*.

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

Un punto especialmente relevante es garantizar la fiabilidad de la valoración de los activos, dada la complejidad de las operaciones y la poca liquidez que a veces tienen los subyacentes. Por ello, es esencial que las entidades se doten de los mecanismos necesarios para asegurar la fiabilidad del cálculo del valor liquidativo del fondo, donde el papel del administrador, que suele ser el responsable, es clave.

No quisiera terminar este primer punto sin hacer una mención al actual marco europeo, donde el esfuerzo realizado en la homogeneización de las normativas y

prácticas de supervisión entre los distintos estados miembros no ha sido trasladado aún a los *hedge funds*. Las distintas iniciativas nacionales de los últimos años han dado lugar a un marco regulatorio heterogéneo, con las consecuentes ineficiencias en términos de fragmentación del mercado y complejidad de intercambio de información. Actualmente, el debate sobre la conveniencia o no de la regulación de los *hedge funds* a nivel europeo sigue todavía abierto. La CNMV defiende, y lo ha hecho ya en Bruselas, la conveniencia de regular este tipo de vehículos de inversión colectiva de forma armonizada. Estaremos atentos a como se desarrolla esta cuestión en la UE en los próximos meses.

No obstante, a pesar de la falta de un marco regulatorio común, la colaboración entre supervisores es elevada y son varios los foros internacionales relacionados con los *hedge funds* en los que la CNMV participa activamente. En concreto, quisiera resaltar el papel que estamos teniendo en la redacción de los estándares internacionales sobre valoración de *hedge funds*, a través del grupo de reguladores que se ha creado en el seno de IOSCO. Lo que resulta esencial para avanzar de forma común ante una industria cada vez más global.

II. Presentación Informe

Dicho esto, y para terminar, voy a presentarles brevemente el estudio sobre la industria de *hedge funds*, tal y como les anticipé.

El informe, el cual confío les pueda ser de utilidad, ha sido elaborado por el grupo de trabajo interno creado en la CNMV a principios de 2005 con el triple objetivo de i) profundizar en el conocimiento de la industria de *hedge funds*, ii) concretar y elaborar la correspondiente Circular sobre IIC de inversión libre, y iii) concretar las necesidades técnicas y humanas de la CNMV, de modo que pudiésemos cumplir correctamente con las funciones de registro y supervisión de la nueva industria.

El Grupo, que tuve el placer de presidir, estuvo integrado por una amplia representación de la CNMV liderada por la Dirección General de Entidades, contó con el apoyo del Banco de España, y contó también en todo momento con la colaboración de muchos profesionales de la industria de *hedge funds*, que han estado en permanente contacto con la CNMV y que han participado activamente en numerosas reuniones.

Desde aquí les quiero agradecer su intensa colaboración. El diálogo constante entre supervisor e industria es esencial para lograr un trabajo de calidad notable. En este caso, debo decir que la experiencia ha sido altamente satisfactoria.

El informe comienza con una descripción de la actual industria de *hedge funds* en el plano internacional pues, en primer lugar, era preciso tratar de conocer, cuantificar y delimitar la situación del sector. En este punto quisiera resaltar dos cuestiones que me parecen relevantes. Por un lado, que en los últimos años se ha producido un cambio en la caracterización de los inversores en *hedge funds*. Si bien en los primeros años de la industria eran los individuos con elevado poder adquisitivo los principales inversores en los fondos, gran parte del crecimiento de los últimos años ha sido gracias a las aportaciones de los fondos de pensiones y otros inversores institucionales, cuyas preferencias en términos de rentabilidad-riesgo no tienen por qué coincidir con los primeros. Por otra parte, además de la creciente regulación, se observa un cambio de localización de la industria. Aunque EE.UU. sigue siendo el país de referencia para la industria, su importancia se ha reducido en favor de otras zonas como Europa.

El conocimiento de la industria se ha podido completar, como les comentaba al principio, gracias a la colaboración de los profesionales del sector, cuyos puntos de vista y observaciones más relevantes se han tratado de recoger en el tercer capítulo del informe. Aunque la información debe tomarse con las oportunas cautelas, su colaboración ha permitido recabar información sobre una gran variedad de cuestiones como la estructura organizativa, los procesos de selección de subyacentes en el caso de los fondos de fondos o los sistemas de gestión del riesgo utilizados.

La regulación del sector requería a su vez una revisión de las distintas iniciativas regulatorias que se han desarrollado en los últimos años en el plano internacional. El cuarto capítulo resume el menor o mayor grado de avance regulatorio de las distintas jurisdicciones analizadas, así como los distintos enfoques regulatorios establecidos por cada país. No cabe duda que la regulación de la industria es una tendencia creciente en todos los países, con el objetivo de reforzar los temas relativos a la comercialización de los productos, y para recabar información sobre su creciente papel en los mercados.

Y es que, como les decía al principio, y sin poner en duda los múltiples beneficios que los *hedge funds* aportan al conjunto de los mercados financieros, también es cierto que

su operativa suscita preocupación por sus efectos sobre la estabilidad financiera del sistema. En el capítulo cinco del informe, además de revisar la experiencia histórica del LTCM, se evalúa la situación actual del sector y se detectan los principales factores de riesgo que podrían afectar directamente la estabilidad de los mercados, como la concentración de *hedge funds* en determinados mercados y subyacentes o el riesgo de concentración de contrapartes.

Cuestiones tales como asegurar la fiabilidad del cálculo del valor liquidativo, determinar con mayor claridad las relaciones contractuales con los proveedores de servicios financieros y una adecuada gestión del riesgo, son claves para asegurar un buen funcionamiento de los mercados.

Finalmente, y a pesar que los *hedge funds* son productos destinados a inversores cualificados, el último capítulo se centra en los posibles riesgos de este tipo de productos para los inversores minoristas, dado su interés creciente por los *hedge funds*. Como saben, el esfuerzo regulador se centra en las categorías de fondos o sociedades que pueden ser comercializadas al inversor no cualificado, como es el caso de los fondos de fondos, que dotan al inversor de una mayor diversificación de sus inversiones. Las variables clave en esta materia se refieren a la comercialización de los productos, que debe hacerse cumpliendo con las normas de conducta establecidas, y a la información que se facilita al inversor, que debe indicar los riesgos especiales de este tipo de producto y garantizar la máxima transparencia posible sobre la naturaleza del producto. Además, la CNMV enfatizará sus actividades divulgativas habituales dirigidas a los inversores ante la próxima comercialización de los *hedge funds*, tanto mediante cursos o seminarios, como mediante la correspondiente difusión de publicaciones y guías.

III. Conclusión

Para terminar quiero decirles que el trabajo de la CNMV en relación a los *hedge funds* no ha hecho más que empezar. Para ello, hemos querido dotarnos de los medios humanos y materiales necesarios para poder cumplir con las funciones de supervisión y registro de las gestoras e instituciones de inversión libre que la norma nos encomienda. Así, se ha creado una unidad de referencia de expertos en *hedge funds* dentro de la Dirección General de Entidades.

Y concluyo. Creo que existe una relación significativa entre el grado de madurez financiera de una economía y el aumento de las posibilidades de inversión de sus agentes. Los Fondos de Inversión Libre nos permiten dar un paso adelante en la modernización de nuestro mercado de valores y son, a su vez, una fuente de nuevos retos para todos: gestores, administradores... y también para los organismos reguladores y supervisores. De la forma de abordarlos entre todos dependerá, en gran parte, el que estos vehículos de inversión traigan consigo niveles superiores de eficiencia de nuestros mercados.

Gracias por su atención.

Notas para la clausura del Vicepresidente

6 de junio, 2006

Confío en que el acto de hoy les haya sido de utilidad.

El principal objetivo del mismo era presentarles la nueva regulación clarificando algunas cuestiones y poniendo el énfasis en otras que nos parecían mas convenientes en estos momentos.

Pero con este acto también queríamos enfatizar lo importante que es el diálogo entre el supervisor y el sector. Este dialogo nos facilita cumplir con nuestras funciones de supervisión y registro de las nuevas instituciones del mejor modo posible, a la vez que ayuda a señalar públicamente nuestras posiciones e interpretaciones.

Considero que el coloquio ha sido de gran utilidad, y creo que ha reflejado bien el sentir general y las inquietudes de los diversos agentes en el momento actual.

Somos conscientes de que quedan algunas incógnitas sobre la mesa, algunas de las cuales se han planteado hoy. Como ya les ha anunciado el DG Antonio Carrascosa, estamos trabajando para poder poner a su disposición lo antes posible una relación de todas aquellas cuestiones que nos están llegando sobre la nueva normativa cuyas respuestas puedan ser de interés para el conjunto del sector. Próximamente haremos público los criterios de la CNMV ante las cuestiones planteadas más habituales.

Considero que ante un sector nuevo que ha supuesto importantes novedades tanto por el desarrollo concreto de determinadas normas, como por el enfoque que se ha seguido en otras, es mejor avanzar decididamente pero con prudencia, con la máxima seguridad para todos, inversores, gestores, depositarios y supervisores.

Estamos trabajando intensamente para agilizar el trámite de las diversas solicitudes que ya se han presentado en la CNMV para poder operar con los fondos de inversión libre, ya sean solicitudes de constitución de nuevas gestoras (que sino recuerdo mal son unas 6), como de ampliación del programa de actividades de las gestoras ya registradas (creo que tenemos actualmente unas 10 solicitudes sobre la mesa). Varias más nos consta que están en camino. El trabajo no ha hecho más que empezar.

Como les comenté al principio de la mañana, estoy convencido de que el aumento de las oportunidades de inversión y el desarrollo de nuevos productos –especialmente a través de vehículos colectivos- es un síntoma de madurez financiera de las economías y un paso adelante en la mejora de la eficiencia y competitividad de nuestros mercados. Una regulación inteligente es una garantía para que las innovaciones produzcan sus efectos positivos en el conjunto del sistema económico. El funcionamiento de los mercados financieros es algo vivo. Dentro del cumplimiento de las normas de juego establecidas, debe facilitarse la libre competencia -que es compatible con la apertura y cierre de las entidades en función del éxito o fracaso de las distintas estrategias empresariales- siempre que se mantenga la estabilidad financiera y la confianza en el sistema.

El trabajo de la CNMV requiere, entre otras muchas cosas, estar pendiente del desarrollo de los mercados de valores y de cuantas innovaciones en él se produzcan para, desde su análisis y estudio, avanzar en su mejora y evitar las malas prácticas. Creo que el trabajo realizado en la materia que hoy nos ha reunido aquí es un buen ejemplo del camino a seguir por la CNMV.

Y concluyo con unos agradecimientos.

Agradecimiento a la DGTPF por el esfuerzo y el trabajo desarrollado para regular estos nuevos vehículos de inversión colectiva haciendo posible que ya sean una realidad en nuestro mercado. Agradecimiento por la colaboración que nos han ofrecido tanto INVERCO como los múltiples profesionales del sector en el último año y medio para elaborar esta regulación. Y sobre todo quiero agradecer públicamente el trabajo de los técnicos de la CNMV, que han demostrado no solo una gran capacidad de trabajo sino, sobre todo, una alta calidad profesional y técnica en las múltiples tareas que han abordado a lo largo de estos meses en este asunto de los “hedge funds” y que aquí en España hemos calificado como FIL.

Y por último gracias a todos ustedes por su asistencia.