

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**  
**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**



**LOS HEDGE FUNDS Y SU REGULACIÓN EN  
LOS MERCADOS FINANCIEROS**

Presentado por:  
RICARDO ANTONIO FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ

Para optar al grado de:  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Septiembre de 2009

San Salvador, El Salvador, Centroamérica

# UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



## AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA  
SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO  
CHÁVEZ

## AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS  
ALVARADO

VICEDECANO MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO  
RODAS

SECRETARIO MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ  
CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO  
MELÉNDEZ

ASESOR MÁSTER GERARDO ALFONSO BARAHONA  
MORALES

TRIBUNAL EXAMINADOR MÁSTER GERARDO ALFONSO BARAHONA  
MORALES

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA  
MARENCO

SEPTIEMBRE 2009

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTROAMÉRICA

## ÍNDICE

Introducción.....	i
1. ANTECEDENTES .....	1
2. DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HEDGE FUNDS .....	3
2.1 ¿Qué son los Hedge Funds? .....	4
2.2 Características.....	4
3. BREVE HISTORIA DE LOS HEDGE FUNDS .....	6
4. LA REGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES Y LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN .....	8
5. ¿POR QUÉ SE DEBEN REGULAR LOS HEDGE FUNDS? Y ¿CUÁLES SON SUS BENEFICIOS? .....	10
2.3 Estabilidad del Sistema Financiero .....	11
5.3.1 Apalancamiento .....	11
5.3.2 Los temas de transparencia,.....	11
5.3.3 Conducta fraudulenta,.....	12
5.3.4 Sobre confianza en el mercado, o Conducta de rebaño .....	13
5.3.5 Liquidez del mercado .....	13
2.4 Influencia en la dinámica e integridad del mercado .....	13
2.5 Riesgo de sus inversores.....	14
2.6 Otros riesgos .....	14
2.7 Beneficios de los Hedge funds .....	15
6 EXPERIENCIA DE REGULACIÓN DE LOS HEDGE FUNDS EN ALGUNAS JURISDICCIONES .....	16
7 EL DILEMA DE REGULAR O NO REGULAR LOS HEDGE FUNDS (DIRECTA O INDIRECTAMENTE, O CONTANDO CON UN PLAN DE RESCATE) .....	21
8 LOS PRINCIPIOS INTERNACIONALES DE MERCADOS DE VALORES (IOSCO) Y LAS MEJORES PRÁCTICAS EN LA INDUSTRIA, APLICABLES A LOS HEDGE FUNDS .....	24
2.1 Principios de valuación de activos.....	25
2.2 Principios de regulación de los Hedge funds.....	26
2.3 Principios y mejores prácticas para fiduciarios e inversores de Hedge funds.....	27
CONCLUSIÓN .....	29
REFERENCIAS	
ANEXOS	
GLOSARIO	

## **Introducción**

La evolución de los mercados financieros ha estado fuertemente influenciada por el desarrollo de las economías, en respuesta a las necesidades de los agentes económicos como participantes superavitarios y deficitarios de capital, de manera específica cuando éstos recurren directamente al mercado de valores.

Los inversores cada vez buscan opciones en instrumentos financieros o activos, que les permitan obtener los resultados que desean bajo el nivel de riesgo que están dispuestos a asumir, muchas veces resultados mayores a los que ofrece el mercado, ya sea dentro de sistemas de negociación organizados (bolsas de valores) o a través de operaciones de mostrador o pactadas entre las partes (*over the counter*).

Cuando las operaciones en los mercados financieros son de gran magnitud, complejidad y realizada por actores que están relacionados directa o indirectamente con la estabilidad del sistema financiero y la protección de los demás inversores, surge la necesidad de que dichas actividades deban estar reguladas. En ese sentido, los *Hedge funds* aparecen como una opción dentro de la gama de inversiones alternativas de alto rendimiento para aquellos inversores institucionales o individuales que apuestan a ganarle al mercado y extraer de este las ineficiencias en los precios de los activos.

Con relación a lo antes descrito, el presente documento destaca el concepto y evolución de la teoría de las finanzas, y la necesidad de regulación de los Hedge funds derivada de los posibles riesgos que pudieran afectar directamente tanto a sus contrapartes como al sistema financiero, debido a ello, que en respuesta a dichos riesgos, en los últimos días se han propuesto reformas financieras en los Estados Unidos.

Así mismo, la reciente crisis financiera además de haber impulsado las propuestas de reformas a la regulación, antes mencionadas, también ha incentivado a las entidades financieras, bajo el concepto de autorregulación, el establecer y adoptar estándares internacionales y mejores prácticas en la industria de los Hedge funds.

En la actualidad, no existe una definición definitiva de “Hedge fund”, sin embargo, muchos autores en sus definiciones han resaltado sus características principales y estrategias de inversión que los distinguen de otras formas de inversión colectivas, que sí se encuentran altamente reguladas. En el desarrollo histórico de los Hedge funds desde que Alfred Winslow Jones creó el primero, su concepción inicial ha venido evolucionando y basando sus estrategias de inversión más allá de del apalancamiento, la venta corta, y la habilidad de escoger los activos del mercado.

El Organismo Internacional de Comisiones de Valores ("*International Organization of Securities Commissions*" - IOSCO, por sus siglas en inglés), ha realizado grandes esfuerzos de coordinar con otras Instituciones y expertos participantes de los mercados de valores, la realización de estudios técnicos que deriven en recomendaciones encaminadas a cumplir con los tres objetivos de la regulación bursátil, fundamentados en los 30 principios internacionales de regulación de dichos mercados.

Así también, se destaca el dilema de regulación o no de los Hedge funds, partiendo de sus actuales y complejas estrategias de inversión, y de los beneficios que aportan al desarrollo de los mercados, haciendo un breve análisis de la regulación existente en tres de las mas importantes jurisdicciones que poseen mercados más desarrollados y sofisticados.

Finalmente, se abordan los principios de mercados de valores aplicables directamente a los Hedge funds, relacionados con la valuación de los Activos o instrumentos financieros, que componen la cartera de inversión, considerando la existencia de algunos que por ser ilíquidos son de difícil valuación; y principios relacionados con la supervisión de dichos fondos, referidos a obligaciones de registro, divulgación, mantenimiento de adecuados y constantes sistemas de evaluación de riesgo, y de cooperación con otros reguladores, especialmente en lo referente a la supervisión de transacciones transfronterizas.

## 1. ANTECEDENTES

Robert C. Merton (1944–) (In honor of Nobel laureate, Franco Modigliani, *Journal of Economic Perspectives*, 1987) señala que las ‘finanzas’, en la concepción que considera ‘antigua’ (*old finance*), hasta los años 1960, eran “una conexión esencialmente imprecisa de creencias basadas en prácticas contables, reglas de decisión y anécdotas”. Considera que la teoría ‘moderna’ se estructura en torno a la economía financiera (*financial economics*), que se caracteriza por “teorías matemáticas rigurosas y estudios empíricos cuidadosamente documentados”.<sup>1</sup>

La evolución de la teoría de las finanzas, entendiendo ésta, como la teoría de los mercados financieros y de las finanzas corporativas; en los últimos 40 años ha incluido, entre otros, el tema de la formulación del modelo de selección óptima de carteras y el estudio de los factores del rendimiento en los mercados financieros. Así mismo, se incluyó también el estudio de “anomalías” en los mercados de títulos, donde se originaron explicaciones sobre la base conductual de los inversores, contraria a las predicciones que hace la teoría financiera, derivándose una nueva teoría financiera basada en comportamientos menos que racionales, denominada “finanzas conductuales”.

En los mercados financieros, más allá de los conocimientos contables que se tengan con el objeto de analizar la historia, la clave del éxito está en utilizar herramientas que ayuden, con un aceptable nivel de certeza, a predecir el futuro y actuar en consecuencia; esto es, quedarse largo en una posición (comprar) si se piensa que el mercado va a subir, o deshacer posiciones o quedarse corto (vendiendo a futuro, por ejemplo) si se piensa que el mercado va a bajar; los inversores que consigan hacer esto, podrían ganar mucho dinero. Con el propósito de conocer el probable valor futuro de un instrumento, los inversores se auxilian comúnmente del análisis técnico y del análisis fundamental.

Por otra parte, el creador de la diversificación fue Harry Markowitz y su Teoría Moderna de Portafolios, la cual permite a los inversores racionales optimizar sus portafolios por medio del establecimiento de "fronteras eficientes", y coeficientes "beta" y "alfa", reunidos en el modelo: *Capital Asset Pricing Model o CAPM*.

La mayoría de los instrumentos financieros disponibles en los mercados, a lo largo de los años han surgido por consecuencia de la evolución de las economías, en la búsqueda de satisfacer las necesidades financieras de los agentes económicos, volviéndose éstos instrumentos cada vez más complejos, o participando dichos agentes en inversiones alternativas de alto rendimiento.

Generalmente las inversiones alternativas de alto rendimiento no son definidas a menudo por lo que son, sino por lo que no lo son; estos mercados de inversión alternativos incluyen los fondos de cobertura (Hedge funds), capital riesgo y capital privado, bienes raíces, y futuros administrados y otros productos complejos.

Por la complejidad y constante evolución de estas inversiones alternativas, y específicamente de los Hedge funds, surge la necesidad de que dichas opciones de inversión sean reguladas, ya que, éstos proveen una oportunidad para invertir con pocas regulaciones gubernamentales y altos rendimientos potenciales, que en consecuencia están por arriba del rendimiento del mercado.

El concepto de regulación implica el establecimiento de normas reglamentarias impuestas por instituciones gubernamentales, en oposición a la autorregulación relacionada con la industria.<sup>2</sup> La regulación de los mercados financieros, y más específicamente del segmento de mercados de valores, se ha vuelto una necesidad imperante a raíz de los problemas y crisis financieras acontecidos en los últimos años, en los que, los objetivos de los reguladores respecto de los mercados y las instituciones que supervisan, se han visto vulnerados a tal grado que se han discutido y propuesto reformas financieras a dicha regulación en el sentido de prevenir a futuro situaciones similares, que puedan atentar contra la protección de los inversores y la estabilidad financiera.

Las reformas presentadas por el Presidente Barack Obama en los Estados Unidos, están orientadas a lograr: Una mayor atención a los riesgos sistémicos, mayores requisitos de capital y liquidez para las instituciones financieras especialmente las más grandes, regulación más estricta de las instituciones financieras importantes sistémicamente,

ampliada "autoridad de resolución" a los reguladores para hacerse cargo de instituciones financieras en dificultades, moderada consolidación de las funciones de regulación, nuevas reglamentaciones para la titulaciones y derivados, protección más fuerte a los consumidores dirigido por una nueva Agencia de Protección del Consumidor Financiero, y coordinar una mayor cooperación internacional.<sup>3</sup>

## **2. DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HEDGE FUNDS**

Para el término "Hedge funds", existen muchas traducciones al idioma español, como las siguientes: fondos de cobertura, fondos de inversión libre, fondos especulativos, fondos de alto rendimiento, etc. Sin embargo, la realidad indica que, lo que define a éstos fondos es, su forma de constitución y partícipes, sus estrategias de inversión y la participación que tienen en los mercados donde operan.

La intención de los Hedge funds es obtener resultados que superen el rendimiento ofrecido por el mercado; para el logro de este objetivo, es importante la habilidad de los Gestores de dichos fondos, quienes aprovechan las ineficiencias del mercado y utilizan una combinación de instrumentos financieros o de activos que, con base a la estrategia adoptada proyecten esa rentabilidad superior, representada por el Alpha, que no es más que, el indicador que mide el desempeño de un portafolio en relación a su beta, por un periodo determinado. La búsqueda de un Alpha más alto implica que los activos del fondo tengan una más alta variabilidad de los retornos.

Originalmente el término "Hedge fund" fue principalmente utilizado por la razón de que el portafolio del fondo era cubierto, ya que, las inversiones de largo plazo eran cubiertas con posiciones en corto para minimizar el riesgo y maximizar el rendimiento, aun cuando el mercado se viniera abajo. Esto era visto como una forma de seguro contra las fluctuaciones del mercado. Ahora sin embargo, el término "Hedge fund" aplica a un grupo más amplio que simplemente fondos los cuales cubren sus inversiones. Las inversiones de los Hedge funds varían de diversas estrategias de inversión complejas combinadas con modernos derivados financieros, para la toma de posiciones sobre divisas y tasas de interés.<sup>4</sup>



## **2.1 ¿Qué son los Hedge Funds?**

Existen muchas definiciones de Hedge funds; sin embargo, algunos autores antes de definirlos, establecen sus principales características y estrategias utilizadas, aspectos que brindan una mejor idea de su existencia y funcionamiento. Entre todas existe una definición que engloba el qué hacer de estos fondos y podrían ser descritos como:

“Vehículos de inversión colectiva o combinada que: (1) están organizados como asociaciones privadas (sociedades limitadas o sociedades de responsabilidad limitada) recaudando dinero de una red de alto valor de inversores institucionales e individuales; (2) están administrados por gestores de inversiones profesionales; (3) no están ampliamente disponibles para el público; (4) operan en gran medida al margen de cualquier requisito regulatorio; (5) a menudo son residentes en paraísos fiscales por propósitos de impuestos y regulatorios; (6) tienen la máxima flexibilidad en sus estrategias de inversión; (7) tienen sus gestores, quienes usualmente mantienen parte de su propio capital invertido en el fondo, pagados con comisiones basadas en el rendimiento del fondo; y (8) Designan a un intermediario de valores mayorista o intermediario de compensación”<sup>5</sup>

## **2.2 Características**

Derivado de la definición anterior, se establecen características propias de los Hedge funds relativas a: la estructura del propio fondo, la coherencia con las actividades llevadas a cabo por el fondo y lo referido al inversor del fondo, la diferencia entre estos fondos y los fondos de inversión comunes que estos últimos, sí están disponibles al público y regulados por Leyes que establecen requerimientos de registro, divulgación, diversificación, valoración, etc.

Las características de los Hedge funds pueden ser agrupadas de la siguiente manera:

A LA ESTRUCTURA DEL PROPIO FONDO	COHERENCIA CON LAS ACTIVIDADES LLEVADAS A CABO POR EL FONDO	LO REFERIDO AL INVERSOR DEL FONDO
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Se establecen como vehículos corporativos y domicilian en paraísos fiscales</li> <li>▪ Los directores del fondo, quienes son los legalmente responsables del desempeño del mismo, generalmente contratan para la administración diaria a un gestor de Hedge funds especializado</li> <li>▪ La administración será normalmente también contratada a una tercera parte tal como un administrador especialista de Hedge funds. Ambos el gestor y el administrador están usualmente situados en los principales centros financieros como Nueva York o Londres</li> <li>▪ El propósito del modelo de Jones fue tratar de eliminar el riesgo de mercado y permitir que los resultados del fondo dependan de la habilidad del gestor del fondo en escoger las acciones</li> <li>▪ El hecho de que el gestor tenga que invertir parte de su</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ El objetivo de los Hedge funds es salvaguardar el capital inicial y generar ingresos o hacer crecer el capital mientras se controla el riesgo y la volatilidad.</li> <li>▪ Las técnicas pueden dividirse en tres categorías: los fondos de tendencia de mercado, fondos impulsados por evento y los fondos de arbitraje.</li> <li>▪ La táctica del modelo de Jones es relativamente simple y aún es la base de muchos fondos, utiliza dos herramientas de inversión especulativa: ventas en corto y apalancamiento.</li> <li>▪ Una buena posición corta incrementará el valor en un mercado a la baja, y lo disminuirá en un mercado a la alza comparado con el promedio, lo que resulta en ingresos netos con una exposición cubierta.</li> <li>▪ El apalancamiento es un instrumento usado por la mayoría de los Hedge funds a fin de beneficiarse de las fluctuaciones de precios</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Los Hedge funds se diferencian de otros fondos de inversión en su base de inversores. Debido a disposiciones reglamentarias, las inversiones en Hedge funds están disponibles únicamente para inversionistas específicos. Los inversionistas que están autorizados a invertir en Hedge funds son participantes profesionales en el mercado, los inversores sofisticados e individuos de red de alto valor que cumplan determinadas pruebas patrimonio neto.</li> <li>▪ Debido a que estos inversores deben tener conocimiento de los riesgos de estas inversiones, no se consideró necesario regular los Hedge funds desde el punto de vista de los inversores.</li> <li>▪ Con el fin de atraer a los mejores gestores, las altas comisiones por desempeño, por lo general están entre 10 y 20 por ciento de las ganancias se imponen y se distribuye con el gestor del fondo. La mayoría de los fondos de</li> </ul>

A LA ESTRUCTURA DEL PROPIO FONDO	COHERENCIA CON LAS ACTIVIDADES LLEVADAS A CABO POR EL FONDO	LO REFERIDO AL INVERSOR DEL FONDO
<p>propio capital en el fondo no es garantía del éxito de mismo.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ El Hedge fund nombre a un broker principal que tomará un interés de seguridad sobre los activos y proporcionará servicios de compensación, préstamo de valores, facilitar apalancamiento, y soporte operacional a los Hedge funds</li> </ul>	<p>relativamente pequeño.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ El término Hedge funds, sin embargo, es engañoso, ya que, implica que las posiciones tomadas por el fondo están cubiertas.</li> <li>▪ Siendo las principales técnicas utilizadas por los Hedge funds, la venta corta y el uso de apalancamiento también se producen ciertos riesgos, tales como el riesgo de contraparte y el riesgo financiero.</li> </ul>	<p>imponer otra 1 o 2 por ciento de comisión por la inversión total.</p>

En la figura 1 del Anexo se presenta gráficamente las partes que participan en la operatividad de los Hedge Funds.

### 3. BREVE HISTORIA DE LOS HEDGE FUNDS

En 1949 Alfred Winslow Jones publicó un artículo en la revista *Fortune* en el cual describía una táctica de inversión por la cual el riesgo sería minimizado y los beneficios serían optimizados, a pesar de las fluctuaciones del mercado. Una vez publicado dicho artículo fundó su propia sociedad de inversión por un monto de US\$60,000, con una participación propia de US\$40,000, es así como surgió el primer Hedge fund.<sup>6</sup>

Jones quería eliminar parte del riesgo beta (o sistemático del mercado) inherente a sus posiciones largas en acciones mediante la venta a corto de otras acciones de las que no disponía en su cartera. Por consiguiente, pretendía desplazar su exposición al riesgo desde el Momento del Mercado (*market timing*) a la Selección de Acciones (*stock picking*). Efectivamente, Alfred W. Jones fue el primero en utilizar la venta a corto, apalancamiento

y primas de incentivo en combinación, elementos característicos de todo Hedge fund. En 1952, convirtió su sociedad de inversiones en un holding de sociedades de responsabilidad limitada independientes con diferentes gestores de cartera, en lo que vino a ser el primer Hedge Fund multi-gestor.<sup>7</sup>

La habilidad de este Gestor de fondos era, a través de la selección de acciones, poder extraer del mercado los rendimientos que estaban por encima de las carteras eficientes a causa de la imperfección del mercado y a la insuficiencia de la Teoría de Carteras Markowitz de aportar una suficiente diversificación.

En los años 50 surgieron otros fondos utilizando la venta en corto de acciones, aunque sin tener como objetivo de su estrategia de inversión la cobertura del riesgo sistemático. Muchos gestores de cartera inexpertos entraron en el negocio sin conocimiento de sus complejas técnicas de gestión de riesgos. Esta situación condujo a sonadas bancarrotas en los años 1969-1970 y 1973-1974. Michael Steinhardt y George Soros estuvieron entre los supervivientes a estas contracciones del mercado.<sup>8</sup>

Los siguientes años fueron relativamente tranquilos para la industria hasta 1986, cuando un artículo aparecido en la revista *Institutional Investor* volvió a desatar la avalancha.

Hasta hace 10 años los gestores de Hedge Funds eran totalmente desconocidos para el gran público, pero en la última década cada una de las crisis financieras ocurridas ha sido atribuida a los Hedge Funds<sup>4</sup>. No fue hasta otoño de 1992 que George Soros, uno de estos anónimos gestores de fortunas, saltó a la escena pública por desencadenar la tormenta monetaria que forzó al otrora todopoderoso Banco de Inglaterra a devaluar la Libra Esterlina y salir del Sistema Monetario Europeo.<sup>9</sup>

En Octubre de 1998, *Long Term Capital Management (LTCM)*, dirigido por John W. Meriwether y del que formaban parte en calidad de socios los Premios Nobel de Economía Myron S. Scholes y Robert C. Merton, generó un agujero de 1 billón de dólares. El riesgo a una crisis financiera mundial de consecuencias imprevisibles fue tan real que la Reserva

Federal, a través de su filial de Nueva York, organizó una reunión de urgencia con representantes de los 25 mayores bancos del mundo. A pesar de ser competidores, todos juntos combinaron sus esfuerzos para otorgar al Hedge Fund un crédito sindicado por 5.000 millones de dólares con el que LTCM fue rescatado.<sup>10</sup> Este ha sido un hecho sin precedentes en la historia del capitalismo: Una pequeña entidad financiera con 4 años de vida, con poco más de 200 empleados (la mayor parte de ellos doctores en Matemáticas, Física y Finanzas) y apenas 300 partícipes fue capaz de hacer tambalearse a todo el sistema financiero mundial.<sup>11</sup>

En el cuadro 1 del Anexo se muestran los hechos relevantes que han experimentado los Hedge funds desde sus inicios.

#### **4. LA REGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES Y LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN**

El Organismo Internacional de Comisiones de Valores ("International Organization of Securities Commissions" - IOSCO, por sus siglas en inglés) fue creado en 1983. Su antecesor fue la Asociación Interamericana de Comisiones de Valores ("*Interamerican Association of Securities Commissions*"). En la actualidad, esta organización se ha integrado en IOSCO en calidad de Comité Regional Interamericano.

IOSCO es actualmente el principal foro mundial en materia de cooperación de los organismos reguladores de los mercados de valores. Sus objetivos son los siguientes:

- Desarrollar y promover modelos normativos de alta calidad con el fin de mantener unos mercados justos, eficaces y sólidos.
- Permitir a los organismos reguladores miembros un mejor intercambio de información sobre sus experiencias respectivas con el fin de promover el desarrollo de los mercados nacionales.
- Proporcionar asistencia a los organismos reguladores miembros en relación la supervisión coordinada y eficaz de las operaciones internacionales de valores.

- Promover la integridad de los mercados mediante una aplicación rigurosa de las normativas internacionales y mediante su ejecución eficaz para hacer frente a los delitos.

De acuerdo a la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), Existen 30 principios para la regulación de los mercados de valores, que se basan en los tres objetivos siguientes:

- La protección de los inversores;
- Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes;
- La reducción del riesgo sistémico

Entre las principales estrategias que utilizan los Hedge funds para el logro de sus objetivos son: arbitraje convertible (CA), arbitraje de activos infravalorados (DS), arbitraje de renta variable (EH), arbitraje de mercados neutrales (EMN), arbitraje impulsado por eventos (ED), arbitraje macro (M), arbitraje por fusiones (MA), arbitraje de valor relativo (RVA).<sup>12</sup>

La aplicación de las estrategias anteriores por parte de los Hedge funds, han representado el asumir riesgos por parte de los partícipes de dichos fondos, muchas veces desconocidos por éstos, ya que, este tipo de fondos suelen ser muy celosos con la información que ofrece al público en general, e incluso con la información que da a sus propios inversores. No es común que un Hedge fund de a conocer su combinación de activos, ni siquiera a los partícipes del mismo fondo que les han confiado la gestión de su dinero. Esta falta de transparencia hace difícil que otros inversores conozcan donde invierten los gestores de fondos más exitosos, con el propósito de replicar los rendimientos obtenidos de acuerdo a las estrategias de arbitraje utilizadas.

Derivado de problemas de fallas o quiebras de algunos Hedge funds, y sus consecuencias en los mercados financieros (crisis asiática. LTCM y *Amaranth*), la pregunta surgida ha sido ¿Deben los Hedge funds ser regulados más estrechamente? Lo que se ha temido es que su impacto en el sistema financiero pueda ser catastrófico, y como reacción a varias

iniciativas ha sido considerado evaluar el riesgo que los Hedge funds plantean a sus contrapartes, sus inversores y al sistema financiero.

La opinión generalizada es que no son requeridas acciones regulatorias, habían especialmente dos razones: El número de Hedge funds y el capital bajo la administración de éstos era insignificante comparado con el de participantes de otros mercados, y por tanto, la regulación no sería necesaria. La segunda razón es que los Hedge funds son un elemento positivo al mercado para proveer eficiencia a éste, y por tanto, la regulación no era deseada.<sup>13</sup> En la figura 2 del Anexo se muestra en forma gráfica el detalle de estrategias utilizadas por los Hedge funds.

## **5. ¿POR QUÉ SE DEBEN REGULAR LOS HEDGE FUNDS? Y ¿CUÁLES SON SUS BENEFICIOS?**

Una de las principales razones, entre otras, por las cuales los Hedge funds están en gran medida no regulados, son algunas exenciones y/o excepciones que establecen las Leyes respecto de fondos de inversión, en las cuales tratan de enmarcarse para no tener que cumplir requerimientos de registro, divulgación, restricciones de uso de instrumentos financieros, apalancamiento y gobierno corporativo, etc. Debido al incremento de la cantidad y volúmenes de activos administrados, así también, ha aumentado la preocupación sobre su potencial impacto en el sistema financiero en caso de una falla.

El 13 de noviembre de 2008, el Comité de la Cámara para la reforma del Gobierno y la Supervisión sostuvo una audiencia de cuatro horas con cinco de los más exitosos Gestores de Hedge funds en los Estados Unidos. Parte de la audiencia se enfocó en la regulación de la Industria de los Hedge funds. George Soros, uno de los mayores amantes al riesgo y especulación presente en la audiencia, recomendó una mayor regulación del sistema financiero para prevenir burbujas de activos, pero advirtió que regular los Hedge funds dañaría a la economía, poniendo a algunos de éstos fuera del negocio.<sup>14</sup>

Los argumentos a favor de la regulación de los Hedge funds se han dividido en cuatro categorías: a) el riesgo que puedan causar a la estabilidad del sistema financiero, b) su

influencia en la dinámica e integridad del mercado, c) el riesgo que trae a sus inversores y d) otros riesgos.<sup>15</sup>

### **2.3 Estabilidad del Sistema Financiero**

El principal temor referente a los efectos sistémicos de los Hedge funds es que el colapso potencial de sólo uno de ellos podría afectar a todo el sistema financiero, pudiendo atentar con la estabilidad del mismo, la cual podría verse también afectada por los siguientes aspectos, que definiremos en detalle: Apalancamiento, los temas de transparencia, conducta fraudulenta, sobre confianza en el mercado (o conducta de rebaño), o lo que también se podría catalogar como conducta de rebaño, el uso de instrumentos financieros complejos y el uso de la liquidez del mercado.

#### **5.3.1 Apalancamiento**

El apalancamiento es uno de los métodos por los cuales los Hedge funds pueden alcanzar altos retornos; medido como un índice entre los fondos recibidos en concepto de préstamo y el capital propio aportado por los partícipes del fondo, mientras más representen los fondos prestados en la conformación del fondo, mayor será este índice; sin embargo, existe el temor de que éste sea tan alto que pueda representar un potencial riesgo de incumplimiento, pues no existe restricción o límite de apalancamiento; así mismo, cuando el valor de los activos del fondo se ve deteriorado dicho indicador también se incrementa.

Aunque un elevado apalancamiento no signifique un indicador de crisis, ni la causa de ésta, este apalancamiento combinado con otro tipo de riesgo podría resultar en una amenaza grande que haga fracasar un fondo y posibles efectos sistémicos. El uso desmedido de apalancamiento por los Hedge funds puede significar un riesgo para el sistema financiero, si su tendencia es incremental y sus posiciones afecten la solvencia de sus acreedores, desencadenando pérdidas que los patrimonios propios de éstos no sean capaces de absorber.

#### **5.3.2 Los temas de transparencia,**

La limitada transparencia de los Hedge funds es otro de los aspectos importantes que representan una de las mayores preocupaciones para la estabilidad financiera, cumplen una



mínima regulación que los obliga a publicar su posición y exposición, sin que les quede claro tanto a sus inversores como contrapartes en qué está invertido el dinero.

Otra situación que preocupa a la transparencia de éstos fondos la limitada posibilidad de sus Intermediarios mayoristas en determinar la exposición de los fondos con terceras partes, para solventar este problema muchos Hedge funds han suscrito un documento de acuerdo secundario que proporciona información relacionada a las exposiciones del fondo de cara a los Intermediarios mayoristas o algunos inversores, permaneciendo dicha información confidencial; sin embargo, aunque esta información sea reservada entre las partes, el fondo debe divulgar que la ha proporcionado para así evitar que se pueda tomar ventaja de dicha información.

En este sentido, el inversor o partícipe del fondo debe confiar en la información que le es proporcionada por los Gestores, pues éstos podrían influenciar el valor del portafolios o activos que lo conforman de tal manera que el valor real no sea reflejado, implicando una valuación falsa y mayores comisiones. En el caso de los Supervisores, la dificultad se encuentra dentro de las distintas formas por las cuales los activos son utilizados como garantía o colateral en diferentes operaciones, y lo que esto significa en el tema de riesgo.

### **5.3.3 Conducta fraudulenta,**

La correcta valuación de los Hedge funds y consecuente determinación de sus retornos puede verse vulnerada por la falta de de transparencia, y en ausencia de una revisión independiente, correr el riesgo de que existan conductas fraudulentas como falsificación de información, como respuesta a la presión que tienen estos fondos de lograr altos beneficios tanto para los partícipes inversores como el mismo gestor como parte del mismo fondo.

La oferta de los Hedge funds a inversionistas minoristas se ha visto incrementada, convirtiéndose, en una creciente preocupación para los reguladores y tema de protección de dichos inversores ante potenciales fraudes explícitos o escondidos en instrumentos financieros complejos, uso de información privilegiada y falsedad en el desempeño del y rendimiento del fondo.

### **5.3.4 Sobre confianza en el mercado (o conducta de rebaño)**

Otro aspecto que incide en la estabilidad del sistema financiero es la sobre confianza en el mercado, que también puede entenderse como conducta de rebaño, esto significa que los fondos siguen el movimiento de otros participantes del mercado, en lugar de seguir su propia información; este comportamiento ha sido, en crisis anteriores lo que ha alentado el desarrollo de la burbujas. Así mismo los movimientos que sigan los fondos en su determinación de obtener rendimientos superiores a los del mercado, guíe a otros inversores a seguir las mismas estrategias.

### **5.3.5 Liquidez del mercado**

La capacidad de brindar o restringir liquidez al mercado, que poseen los Hedge funds, es otra de las preocupaciones por la estabilidad financiera, debido a las grandes inversiones que realizan, generalmente apalancadas y en instrumentos financieros complejos, que pueden tener un significativo efecto en los precios de dichos los instrumentos, por la necesidad de entrar o salir de determinadas posiciones de inversión, en función de las alzas o bajas del mercado. La supervisión de la exposición de estos fondos se vuelve muy compleja, ya que, no existen requerimientos de divulgación con respecto a sus posiciones.

## **2.4 Influencia en la dinámica e integridad del mercado**

Las economías de mercados emergentes que han sufrido los embates de las últimas crisis financieras; aunque el porcentaje de participación de los Hedge funds en estos mercados en relación a los demás participantes es pequeño, se reconoce que por obtener relativamente grandes y concentradas posiciones, la dinámica del mercado puede verse influenciada. Esta influencia puede verse aumentada a causa de la sobre confianza en el mercado o conducta de rebaño, o cuando otros participantes se mueven al margen; pudiendo en ambos casos, influenciar el precio de mercado.

Otra preocupación por la dinámica e integridad del mercado, lo generan las prácticas comerciales agresivas, que pueden incluir fuertes ventas de moneda en tiempos de iliquidez para mover el precio e inducir a efectos secundarios.

## **2.5 Riesgo de sus inversores**

La principal razón para regular los vehículos de inversión colectiva es proteger a los inversionistas. Desde la crisis del mercado de valores de 1929 en Estados Unidos, se creó la regulación aplicable a estos vehículos, ya que, se habló de que en esta crisis las inversiones especulativas y el apalancamiento de los fondos mutuos de inversión jugaron un papel importante y afectaron a muchos partícipes.

Las exenciones regulatorias aplicadas a los Hedge funds pretenden eximir a los inversores de la protección, debido a que éstos tienen el conocimiento profesional de los riesgos que sus inversiones corren, y por lo tanto, no tienen necesidad de protección legal contra el fraude y abuso de mercado. Pero luego que se vio mayor participación de los fondos de pensión, surgió de nuevo la interrogante de regular o no los Hedge funds.

La creciente disponibilidad de los Hedge funds a los inversores minoristas o público en general, dentro o fuera de las Bolsas, han originado nuevos problemas, siendo el más grande de estos la preocupación de si el inversor entiende o no los riesgos de estos fondos. Sin embargo, los fondos listados en Bolsa deben someterse a la autorregulación de la Bolsa donde se liste, que incluye diversificación y divulgación.

## **2.6 Otros riesgos**

Otros aspectos de riesgo que se vislumbran al momento de discutir acerca de la regulación de los Hedge funds, entre otros, están los siguientes: En la adquisición de acciones, la influencia de los Hedge funds en decisiones de las compañías, al prescindir de unidades de negocio menos rentables, con el propósito de aumentar la rentabilidad y realizar altos retornos en el corto plazo. Los altos pagos de comisiones al gestor, siendo éste parte dependiente de los beneficios del mismo fondo por ser partícipe, podrían convertirse en incentivos para dicho gestor en tomar mayor riesgo, incrementar el apalancamiento o entrar en un comportamiento fraudulento. La falla de un Hedge fund puede provocar efectos en otros participantes del mercado, como consecuencia de mantener posiciones y exposiciones con éstos, que no puedan ser manejables.

## **2.7 Beneficios de los Hedge funds**

Después de establecer los potenciales riesgos que los Hedge funds conllevan por su naturaleza, también es justo determinar los beneficios que éstos traen al mercado, como los siguientes: ayudan a una adecuada formación de precios y competencia, proveen diversificación y liquidez, entre otros. Así mismo estos beneficios son alcanzados debido a:

a) La limitada regulación que le es aplicable a sus actividades y nivel de apalancamiento, b) Su posibilidad de utilizar sofisticadas estrategias de inversión financieras, instrumentos financieros y modelos de fijación de precios.

Los Hedge funds obtienen beneficios a través de las discrepancias de precio y la explotación de las ineficiencias del mercado; es por esto que también la economía se ve beneficiada en gran medida por la eliminación de precios inadecuados, pudiendo con esto afectar con esto a otros inversores, pero no desestabilizarla.

Estos fondos tienen la flexibilidad de comprar y/o vender instrumentos financieros en respuesta a las fluctuaciones del mercado, el hecho de su capacidad de voluntad de tomar o dejar posiciones y responder de manera rápida a las fluctuaciones antes mencionadas, los convierten en importantes agentes económicos que proveen liquidez al mercado financiero, contribuyen a disminuir la volatilidad y a mantener la estabilidad financiera

Para obtener las discrepancias de precio en el mercado los Hedge funds utilizan sofisticados modelos de riesgo e investigación; así mismo, invierten en activos infravalorados o toman posiciones cortas en activos sobrevalorados, para así, beneficiarse de los precios inadecuados; haciendo que dichos precios se muevan a la alza o a la baja, hasta llegar a su valor real, lo que, implica una mejor y más eficiente asignación de recursos.

Estas estrategias de inversión de los Hedge funds son replicadas por otros inversores, representando un beneficio para éstos, pues no podrían obtenerlas por ellos mismos. Así también la flexibilidad de diversificación que tienen, ayuda a cumplir con las restricciones de diversificación de fondos de inversión regulados

Timothy F. Geithner, Presidente y Director Ejecutivo de la Reserva Federal del Banco de Nueva York en el 2006, denota el rol positivo que juegan los Hedge funds: “Los Hedge funds juegan un valioso rol de arbitraje en reducir o laminar precios inadecuados en el mercado financiero. Son una importante fuente de liquidez, tanto en períodos de calma como de estrés. Dan profundidad y respiración a nuestros mercados de capitales. Tomando riesgos que de otra forma hubieran permanecido en las hojas de balance de otras instituciones financieras, ellos proveen una importante fuente de transferencia de riesgo y diversificación”<sup>16</sup>

## 6 EXPERIENCIA DE REGULACIÓN DE LOS HEDGE FUNDS EN ALGUNAS JURISDICCIONES

Una de las características de los Hedge funds, es que son constituidos en países con poca o nula regulación financiera que les sea aplicable, sin embargo, operan en países donde los mercados de valores son los más desarrollados (Nueva York y Londres). Entre las jurisdicciones con mayor participación de estos fondos están: Estados Unidos, Holanda y Reino Unido, siendo Estados Unidos la jurisdicción más regulada, porque tiene el más antiguo y exhaustivo sistema de regulación de valores. A continuación se presenta un cuadro en el que se resumen los aspectos regulatorios más importantes aplicados a fondos de inversión colectiva, siendo que en gran medida no son aplicados a los Hedge funds.

ASUNTO	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	HOLANDA
LEY	Ley del Mercado de Valores de 1933, Ley de la Bolsa de Valores de 1934, Ley de Compañías de Inversión de 1940, Ley de Asesores de Inversiones de 1940, ésta fue introducida como respuesta a la crisis. Más tarde la Ley	Los Hedge funds y sus Gestores tienen que cumplir con las reglas de la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000. Reglamentación emitida por la Autoridad de Servicios Financieros (FSA)	Ley de Supervisión Financiera

ASUNTO	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	HOLANDA
	de la Bolsa de Productos de 1974 fue adicionada al arsenal de armas regulatorias.		
AGENCIAS DE GOBIERNO QUE SUPERVISAN Y REGULAN	<p>La Comisión de Valores y Bolsas de Valores; y la Comisión de Comercio de Productos y Futuros</p> <p>La mayoría de Hedge funds están estructurados para evitar los requerimientos regulatorios y los poderes de supervisión de la Comisión de Valores y Bolsas de Valores y de la Comisión de Comercio de Productos y Futuros.</p>	<p>Toda la regulación de los mercados financieros del Reino Unido se sitúa desde diciembre de 2001 bajo un solo regulador la Autoridad de Servicios Financieros.</p> <p>Hasta ahora la FSA no consideró necesario regular a los Gestores de Hedge funds más estrictamente que cualquier otro Asesor de Inversiones.</p>	<p>La regulación y supervisión de los mercados financieros en Holanda es asignado a la Autoridad Holandesa (AFM) para los Mercados Financieros y el Banco Central de Holanda (DNB)</p>
OBLIGACIÓN DE REGISTRO	<p>La Ley de Valores exige que cualquier oferta pública de valores a inversores en Estados Unidos, la Oferta, la publicidad y la solicitud general de los valores, deba ser Registrada. La idea detrás de esto es que los inversores deben tener toda la información necesaria para tomar una decisión de</p>	<p>En el Reino Unido, los Hedge funds son caracterizados como esquemas de inversión colectiva no regulados. Los Hedge funds en general se sitúan bajo la descripción de “Compañías de gestión de inversiones”, las cuales son sujetas de algunos requerimientos de capital mínimo otros estándares de</p>	<p>En una demanda creciente por el Capital, los Hedge funds han entrado al mundo de las Bolsas de Valores. Los países bajos están interesados de desde el punto de vista regulatorio, debido a las ofertas públicas iniciales que últimamente han tenido lugar.</p>

ASUNTO	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	HOLANDA
	<p>inversión bien considerada.</p>	<p>gestión de riesgo.</p>	
<p>EMISIÓN DE VALORES</p>	<p>Los Hedge funds pueden evitar registrarse asegurándose que se enmarcan bajo la definición de Corredor o Intermediario.</p> <p>El registro de la emisión de valores no es requerido cuando cumplió la exención de “Oferta privada” de la sección 4 de la Ley de Valores y el criterio de “puerto seguro” de la regulación D. En pocas palabras, esto significa que el valor se puede ofrecer a los inversores acreditados o un número máximo de 35 no inversores acreditados y siempre que no tome lugar una solicitud pública de los inversores tiene lugar, se aplica la exención.</p>	<p>La primera actividad regulada que podría aplicar a los Hedge funds es la referente a la promoción financiera: está prohibido en el curso de los negocios, comunicar invitación o inducción a participar en actividades de inversión.</p>	<p>Debe ser notado que existen mucha preocupación acerca de riesgo relacionado por ejemplo, la estabilidad de los mercados financieros son menos relevantes en Holanda, sólo una cantidad limitada de los Hedge funds están localizados en Holanda (1 por ciento de los Hedge funds Europeos se gestionan en Holanda) y sólo cinco Gestores de Hedge funds registrados en Holanda.</p>

ASUNTO	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	HOLANDA
INTERMEDIARIOS	<p>Para evitar el registro como Intermediarios los Hedge funds deben evitar ser considerados como cualquier persona dedicada el negocio de comprar y vender valores por cuenta propia, a través de un intermediario u de otra manera. La Comisión de Valores y Bolsas de Valores ha emitido una carta de no emisiones, las cuales excluyen ciertas acciones que se consideran como actividades de “intermediarios”, En general los Hedge funds han sido exitosos en evitar ser registrados. Como consecuencia de ello, han tenido que cumplir con esa carta de no emisiones, la cuales les requieren en términos generales no negociar valores con el público sobre una base continua.</p>	<p>La segunda actividad regulada la cual afecta a los Hedge funds es asesorar inversores en valores e inversiones basadas en contratos.</p>	<p>Esto indica claramente el movimiento de los Hedge funds hacia los mercados minoristas. Debido a una regulación más flexible para listar en Bolsa a empresas en comparación con el Reino Unido, la Bolsa de Ámsterdam (AEX) ha experimentado una creciente cantidad de ofertas públicas iniciales de los Hedge funds y los fondos de fondos.</p>
COMPAÑÍAS DE INVERSIÓN	<p>Para evitar las limitaciones de tener una Junta Directiva en la que cierta cantidad ellos debe ser</p>	<p>Los Hedge funds situados en el Reino Unido es probable que sean regulados como empresas de gestión de</p>	<p>A diferencia de la mayoría de las jurisdicciones, no existen restricciones sobre el uso de</p>



<b>ASUNTO</b>	<b>ESTADOS UNIDOS</b>	<b>REINO UNIDO</b>	<b>HOLANDA</b>
	<p>independiente de la compañía. Esta Junta Directiva debe aprobar los contratos de asesoría de inversión, convenios de custodia, diversificación de inversiones, requerimientos de suficiencia de capital, y los límites de liquidez y endeudamiento.</p> <p>La mayoría de los Hedge funds son estructurados para mantenerse lejos de ser considerados sociedades de inversión.</p>	<p>inversiones. La Autoridad de Servicios Financieros, en el ejercicio de sus deberes generales como regulador y supervisor, ha optado por seguir de cerca las actividades de los Hedge funds y realizar evaluaciones de riesgo en relación las empresas gestionadas para entender su negocio y estructura, y evaluar si es necesario el ajuste de la regulación. La supervisión y la regulación se llevan a cabo sobre la base de la evaluación de riesgos, y de determinadas actividades.</p>	<p>estrategias y tácticas de negociación, tales como el uso de apalancamiento, la venta corta o la toma de posiciones en derivados financieros. Hay una exención general, cuando los Hedge funds son ofrecidos a potenciales inversores profesionales, en una cantidad menor de 100 personas o si el valor de las participaciones que se ofrecen es de 50.000 o más. Si ese es el caso, no se requiere ninguna licencia. Hay una preocupación en Holanda acerca de las tácticas comerciales agresivas utilizadas por los Hedge funds. Hay varios casos de empresas holandesas que cotizan en las cuales los Hedge funds adquirieron una participación con el fin de influir en la política de gobierno de la empresa.</p>

<b>ASUNTO</b>	<b>ESTADOS UNIDOS</b>	<b>REINO UNIDO</b>	<b>HOLANDA</b>
<b>CONCLUSIÓN</b>	Los Hedge funds tratarán de evitar el registro en virtud de todas las exenciones y excepciones posibles a fin de mantener su flexibilidad en las tácticas de la inversión y el secreto de sus posiciones y estrategias. En los EE.UU. la razón principal para la regulación de los Hedge funds es el riesgo que imponen al sistema financiero. El enfoque en lograr esto es la regulación directa a través del registro en la Comisión de Valores y Bolsas de Valores; y la Comisión de Comercio de Productos y Futuros.	Mientras Londres se segunda ubicación en el mundo de los gestores de Hedge funds, uno de los objetivos de la Autoridad de Servicios Financieros es asegurarse de que el Reino Unido siga siendo un lugar atractivo para ser la base de los gestores de Hedge funds. En el Reino Unido, la Autoridad de Servicios Financieros simplemente se centra en un diálogo con el sector de los Hedge funds y en la regulación indirecta mediante la imposición de mayores requisitos de medición de riesgo en las contrapartes y los proveedores de crédito	Debe ser notado, que existe mucha preocupación acerca de riesgos relacionados, por ejemplo: la estabilidad de los mercados financieros son menos relevantes en Holanda, ya que, sólo existe una cantidad limitada de Hedge funds establecidos. En Holanda los reguladores se centran principalmente en la venta de total de empresas del comercio y la industria en las que los Hedge funds tratan de influir en las decisiones de gestión de las empresas en las que participan.

Fuente: Sander van Berkel, Año 2008, Should hedge funds be regulated? Journal of Banking Regulation Vol. 9, 3 196–223

## **7 EL DILEMA DE REGULAR O NO REGULAR LOS HEDGE FUNDS (DIRECTA O INDIRECTAMENTE, O CONTANDO CON UN PLAN DE RESCATE)**

Para la elaboración y aplicación de la regulación a los Hedge funds, es necesario establecer si los riesgos mencionados anteriormente justifican el imponerla, bajo las razones de

proveer protección a los inversores y prevenir el riesgo sistémico, ya que, podría significar altos costos a los consumidores y restricción de la flexibilidad de los fondos.

La concepción de proteger a los inversores, deriva en que, éstos no tienen la capacidad de monitorear los riesgos que ellos asumen y cada vez aumenta en el mercado la cantidad de Hedge funds disponibles al público; en este sentido, la regulación es necesaria para salvaguardar a los inversores; Dicha regulación debe contener las normas y directrices sobre la apropiada conducta y prácticas de negocio con el trato al cliente.

En cuanto a la procuración de la estabilidad financiera, que es uno de los objetivos principales de los reguladores financieros, los aspectos que resaltan de los Hedge funds, son el riesgo relacionado a sus estrategias y el de sus contrapartes proveedoras de crédito; en referencia a la falta de transparencia y al apalancamiento, respectivamente; las fallas de un fondo grande en estos dos aspectos, podría tener severo efecto en sus contrapartes.

Para estos propósitos, los Hedge funds se podría regular directa o indirectamente, en el primer caso, la regulación recae totalmente en los fondos, mientras que en el segundo caso se regulan a través de las contrapartes de éstos.

En la actualidad los Hedge funds están regulados indirectamente a través de sus Intermediarios mayoristas, las Bolsas donde negocian y sus inversores; en el caso de los Intermediarios generalmente son bancos de inversión que realizan actividades de compensación y liquidación de transacciones y administración de riesgo. El establecer una mayor regulación a las contrapartes limitaría sus operaciones con los fondos, y por ende reduciría sus ganancias, es por ello, que esta forma de regulación es muy cuestionable.

El costo de la regulación que se imponga a los Hedge funds, debe ser menor al beneficio, una vez cubiertos los riesgos, ya que, al suceder lo contrario, surgiría un costo moral, que atentaría contra el cumplimiento de dicha regulación.

El Grupo de trabajo del Foro de Estabilidad Financiera (*The Financial Stability Forum's Working Group*), ha remarcado los riesgos sistemáticos de los Hedge funds, estableciendo como viable la regulación indirecta, proponiendo las siguientes recomendaciones: Una más fuerte gestión de riesgo por las contrapartes, supervisión regulatoria mejorada a los proveedores de crédito de los Hedge funds, crear una infraestructura de mercado más firme y una mejor divulgación por las contrapartes de sus perfiles de riesgo.

Así mismo, en virtud de prevenir el riesgo sistémico las contrapartes deben tener las interioridades de las actividades de los fondos, manteniendo una vigilancia cercana sobre las posiciones de los clientes de los Hedge funds, así como, de su liquidez.

En cuanto a la regulación directa, El Grupo de trabajo de la FSF, hizo dos recomendaciones: los fondos se deben adaptar a medidas de gestión de riesgo más fuertes y proveer más información sobre sus posiciones tanto a las contrapartes como a los reguladores. Sin embargo, los Hedge funds no regulados, no deben ser regulados directamente, ya que sus inversores son sofisticados.

También las contrapartes han recomendado establecer un Registro de Hedge funds internacional, con el propósito de ordenar la información y mejorar la distribución entre ellos. Así también se realizó un esfuerzo por establecer un Registro de Créditos de los Hedge funds, y falló debido a que los fondos casi nunca reciben créditos y sus operaciones están siempre fuera de balance. Una medida importante de establecer tendientes a reducir el riesgo de estabilidad financiera es limitar los niveles de apalancamiento.

La divulgación de información clave del mercado, ofrecerá a los participantes información sobre la liquidez del mercado en general, para que de esta manera éstos puedan tomar las decisiones de ajuste en consecuencia sus inversiones y posiciones basadas en información confiable, en lugar de tomar de referencia en la especulación

Existe una tercera opción para reducir el riesgo sistémico de los Hedge funds, en sustitución de la regulación directa o indirecta, antes descrita; y es un Plan de rescate, el

cual contendría procedimientos para ejecutar una solución ordenada en caso de fallo de un fondo. Este plan no debería ser tan diferente al ejecutado en el caso del Long Term Capital Management (LCTM), y asegurar que en lugar de regulación y supervisión, deba haber un Plan de rescate en caso de falla de un Hedge fund sistémicamente importante. Para obtener beneficio de los efectos positivos de los Hedge funds, de las actividades de éxito de estos fondos, no deberían ser restringidos por la regulación.

## **8 LOS PRINCIPIOS INTERNACIONALES DE MERCADOS DE VALORES (IOSCO) Y LAS MEJORES PRÁCTICAS EN LA INDUSTRIA, APLICABLES A LOS HEDGE FUNDS**

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), en cumplimiento de sus objetivos, en los últimos meses ha establecido en consenso con expertos de diferentes mercados internacionales, principios de valuación, como respuesta a los retos que surgen al valorar instrumentos financieros ilíquidos o complejos y para mitigar conflictos de interés estructural y operacional que puedan surgir entre los intereses de los Gestores de los fondos y los intereses de los fondo; así también, ha establecido principios para la regulación de los Hedge funds, derivados de un estudio también realizado en consenso, con el propósito de describir su ambiente operacional, resaltar los riesgos regulatorios asociados, revisar e ilustrar las recomendaciones de IOSCO y otras organizaciones internacionales, y hacer recomendaciones de principios y acciones que puedan servir para mitigar los riesgos de dichos fondos.

El Comité de Inversores del Grupo de Trabajo de Mercados Financieros, ha establecido principios y prácticas para inversores de Hedge funds como guía para la inversión responsable. Estos principios y prácticas están basados en ideas propias e interioridades del grupo, Asociaciones Profesionales relevantes, y una amplia gama de inversores institucionales y profesionales de servicios financieros, y reflejan los principales componentes de un proceso sólido para la evaluación, la participación, vigilancia y disposición de las inversiones de Hedge funds.

## **2.1 Principios de valuación de activos**

El objetivo principal de los principios de valuación es tratar de garantizar que los instrumentos financieros de los Hedge funds sean adecuadamente valuados, sin que en el proceso, la valuación se distorsione en perjuicio de los inversores, quienes, en última instancia se verán beneficiados de la aplicación de dichos principios por parte de los Hedge funds; sin que lo anterior, implique que los inversores no deban aplicar una adecuada debida diligencia, inicialmente y durante su permanencia en el fondo.

Existen cinco aspectos que han impulsado el enfoque de IOSCO sobre la valuación de los activos de los Hedge funds, los cuales son: a) La creciente importancia de los Hedge funds para los mercados mundiales de capital, b) La complejidad de algunas estrategias de la cartera de activos del Hedge fund y sus instrumentos subyacentes, c) El rol central de las valuaciones de instrumentos financieros de los Hedge funds, d) Los conflictos de interés que puedan exacerbar las dificultades de valuación, e) Los casos en que la jurisdicción para la organización de un Hedge fund causa diferencias en las estructuras de los mismos.

Para un adecuado proceso de valuación de los Hedge funds se han determinado a través de participantes de las distintas jurisdicciones, nueve principios que aplican a cualquier clase de estructura sobre la cual se hayan organizado, esos se detallan a continuación:<sup>17</sup>

- i. Deben ser establecidos comprensivos y documentados Políticas y procedimientos para la valuación de los Instrumentos financieros mantenidos o empleados por un Hedge Funds.
- ii. Las políticas deben identificar las metodologías que se utilizarán para la valuación de cada tipo de instrumento financiero mantenido o empleado por un Hedge FUNDS.
- iii. Los instrumentos financieros mantenidos o utilizados por los Hedge funds deben ser consistentemente valuados de acuerdo con las políticas y procedimientos.

- iv. Las políticas y procedimientos deben ser revisados periódicamente para procurar garantizar su adecuación continua.
- v. El Consejo de Administración debe procurar asegurar que un alto nivel de independencia se ejerza en la aplicación de las políticas y procedimientos y siempre que se revisan.
- vi. Las Políticas y procedimientos deben procurar asegurar un adecuado nivel de revisión independiente llevada a cabo en la valoración individual y, en particular, de cualquier valoración que está influenciada por el Gestor.
- vii. Las Políticas y procedimientos deben describir el proceso para manejar y documentar precios de reemplazo, incluyendo la revisión de precio de reemplazo por un tercero independiente.
- viii. El Consejo de Administración debe realizar una diligencia debida inicial y periódica sobre los terceros que son designados para prestar el servicio de valuación.
- ix. Los acuerdos vigentes para la valuación de la cartera de inversiones de los Hedge funds deben ser transparentes para los inversores.

## **2.2 Principios de regulación de los Hedge funds**

IOSCO también ha determinado de manera más general en cuanto a la regulación de los Hedge funds, la aplicación de seis principios de alto nivel, los cuales se detallan a continuación:<sup>18</sup>

- i. Los Hedge funds y/o sus Gestores y Asesores de Inversión, deben estar sujetos a un registro público obligatorio

- ii. Los Gestores y Asesores de Inversión de los Hedge funds, quienes están obligados a registrarse, también deben ser sujetos a adecuados requerimientos de regulación en marcha relacionados a:
  - a. Estándares operacionales y organizacionales
  - b. Conflictos de interés y otras conductas reglas de negocio
  - c. Divulgación a los inversores; y
  - d. Regulación prudencial
  
- iii. Los Intermediarios mayoristas y Bancos, que fondean a los Hedge funds debe ser sujetos de registro obligatorio/regulación y supervisión. Deben contar con sistemas adecuados de gestión de riesgos y controles para monitorear su exposición al riesgo de crédito de contrapartes de los Hedge funds.
  
- iv. Los Gestores y Asesores de Inversión de los Hedge funds e Intermediarios mayoristas deben proveer información relevante al Regulador a efectos del riesgo sistémico (incluyendo la identificación, análisis y mitigación del riesgo sistémico)
  
- v. Los Reguladores deben fomentar y tener en cuenta el desarrollo, aplicación y convergencia de las mejores prácticas de la Industria, en su caso.
  
- vi. Los Reguladores deben tener la autoridad para cooperar y compartir información con otros reguladores, en su caso, con el propósito de facilitar una supervisión eficiente y efectiva de los globalmente activos Gestores, Asesores de Inversiones y/o fondos y ayudar a identificar riesgos sistémicos, la integridad de mercado, y otros riesgos derivados de las actividades o exposiciones de los Hedge funds, con miras a mitigar tales riesgos transfronterizos.

### **2.3 Principios y mejores prácticas para fiduciarios e inversores de Hedge funds**

Los Hedge funds actualmente están gestionando más de dos billones de dólares en activos alrededor del mundo, monto que proyecta mantener un constante aumento, así mismo, la participación de mercado de éstos fondos ha venido creciendo agresivamente, de tal forma



que, situaciones relacionadas con las inversiones y su gestión, ahora representan amplias implicaciones para toda la industria financiera, por sus complejas, ilíquidas y poco claras, inversiones y estrategias de inversión.

Lo que implica que los Hedge funds solamente puedan ser una opción para inversores prudentes y sofisticados, capaces de identificar, analizar y dar el seguimiento oportuno a los riesgos asociados, y seguir adecuadas prácticas para evaluar, elegir, monitorear y salir de las inversiones.

Es por ello que, en virtud de los argumentos anteriores, el Comité de Inversores del Grupo de Trabajo de Mercados Financieros, ha establecido principios y mejores prácticas tanto para fiduciarios como para inversores de Hedge funds, el término fiduciario se refiere a aquellos participantes que tienen responsabilidades de supervisión sobre los Hedge funds como por ejemplo: Fideicomisarios, Bancos, o Consultores, mientras que el término inversor es aplicado estrictamente a los profesionales de inversión encargados de la aplicación de un programa de Hedge funds.

Los aspectos mínimos a considerar en la evaluación de la idoneidad de un programa de Hedge Funds por un fiduciario y algunos cuestionamientos que los definen, son los siguientes: Temperamento ¿Se tiene organizacionalmente, un temperamento adecuado para invertir en estrategias innovadoras?; selección del Gestor ¿Se dispone de personal calificado que razonablemente puedan detectar verdaderas habilidades de inversión y las fuentes no obvias de riesgo inherente en las estrategias de los Hedge funds?; nivel de dinamismo de la cartera de activos ¿Es entendible la forma en que las propuestas de cartera de los Hedge funds generarán rendimientos de la inversión?; adecuación de liquidez ¿Es la liquidez de la cartera de los Hedge funds consistente con las necesidades de la organización?; conflictos de intereses ¿Se han identificado y abordado reales, potenciales o aparentes conflictos de intereses derivados del programa de Hedge funds?; comisiones ¿Son las comisiones asociadas con las inversiones de los Hedge funds en general, razonables en el contexto del mercado?; ciudadanía ¿Se siente cómoda la Organización de

que los Hedge funds en la cartera de inversiones son buenos ciudadanos en el mercado de capital y no están implicados en prácticas censurables?.

Más que otros vehículos de inversión, los Hedge funds requieren una profunda y constante supervisión por parte de sus inversores. El trabajo del inversor es entender el riesgo esencial y las perspectivas de ganancias de cada inversión de los Hedge funds, y cómo estas inversiones se combinan para alcanzar los objetivos del programa en el contexto de la cartera total del inversor. Los inversores deben evaluar si las estrategias de los Gestores de inversión son eficaces, y si se ejecutan de forma coherente.

En última instancia, los inversores deben determinar si los resultados de un Gestor se deben a la suerte o la habilidad y, por lo tanto, si estos resultados son sostenibles en el tiempo. Esto exige que los inversores utilicen, análisis e información cuantitativa como cualitativa. Informes efectivos de los Gestores permitirán a los inversores evaluar su desempeño, estrategias, organización y toma de decisiones, y así el inversor pueda juzgar la idoneidad del Gestor.

## **CONCLUSIÓN**

Los Hedge funds desde su aparición en 1949 en su funcionamiento, características y estructura se han desarrollado dentro de los mercados financieros creando beneficios y generando potenciales riesgos inherentes a su naturaleza, en la búsqueda de aquellos rendimientos que superen los que ofrece el mercado a un determinado nivel de riesgo (beta).

A estos fondos, en ocasiones, se les ha señalado de ser “líderes del rebaño”; ya que, cuentan con la reputación de mantener adecuadas herramientas estocásticas que les permiten pronosticar movimientos de mercado; creyéndolos de manera errónea casi infalibles y que siempre ganan dinero, esto implica que, ante el conocimiento de los demás participantes del mercado, de las posiciones que adoptan algunos Hedge funds, aquellos les repliquen.

A través de sus estrategias de inversión (contrarias y de arbitraje), calificadas algunas veces como estabilizadoras, los Hedge funds contribuyen a que los mercados sean más eficientes y obtengan mayor liquidez; pese a que algunos estudios han determinado que también tienen efectos desestabilizadores en la economía, debido a los pocos casos de fallas de fondos que han existido, y que aún siendo de grandes magnitudes, no han afectado el sistema financiero de manera importante.

No obstante, los beneficios que pueden representar los Hedge funds al mercado, también surge la necesidad de regulación de los mismos. Así mismo, se argumenta que no son requeridas acciones regulatorias, debido a que, el número de Hedge funds y el capital bajo la administración de éstos es insignificante comparado con el de los participantes de otros mercados, y que, son un elemento positivo al mercado para proveer eficiencia a éste.

En distintas jurisdicciones, los Hedge funds han sido creados de forma tan cuidadosa para que no les sea aplicada ninguna regulación por el simple hecho de ser un vehículo de inversión colectiva, y de actuar algunas veces como asesores de inversión o agente activo en los mercados de valores, procurando en el caso que le pudiera ser aplicable alguna regulación, que sea en lo mínimo posible.

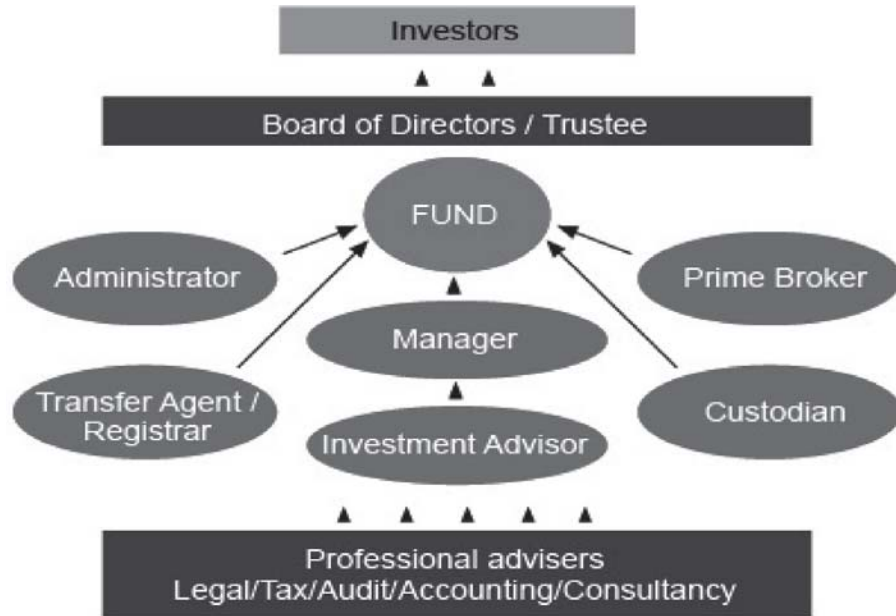
Los beneficios que genere la regulación que le pueda ser impuesta a los Hedge funds deben ser mayores al costo que implique al mercado y sus participantes, una vez controlados los riesgos.

Los tres objetivos de IOSCO sobre los cuales se basan los 30 principios de regulación de los mercados de valores son: La protección de los inversores; garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; la reducción del riesgo sistémico. El objetivo de los principios de valuación de los Hedge funds, debido a que pueden utilizar apalancamientos significativos en sus estrategias de inversión, es promover, entre otras cosas, la aplicación coherente de un conjunto de políticas y procedimientos de valuación sobre los activos que los conforman, por medio de un proceso independiente y transparente.

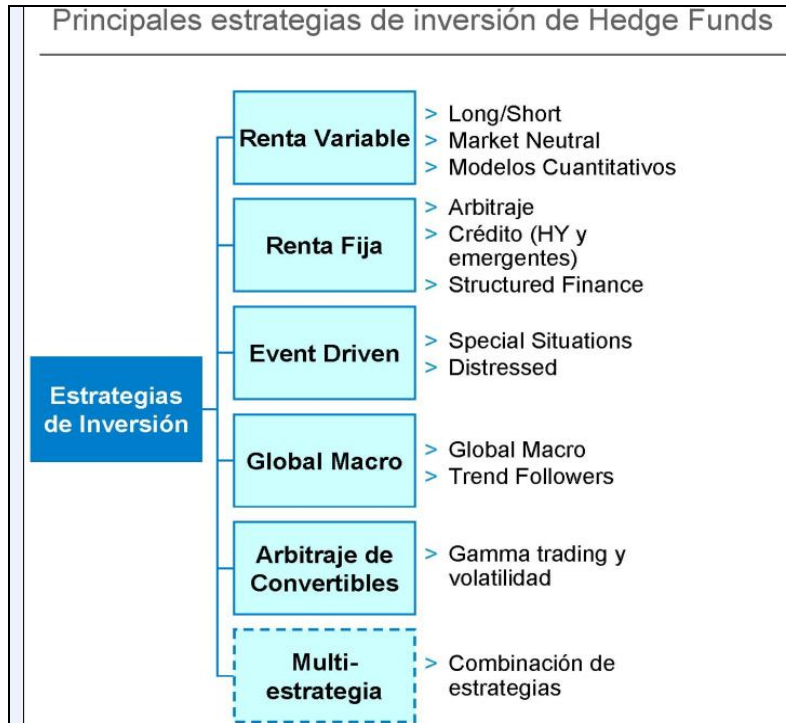
IOSCO reconoce que los Hedge funds son variados en su tamaño, estructura y operaciones; sin embargo, los principios son aplicables a todas las estructuras posibles de los Hedge funds, siendo el Consejo de Administración de cada uno de los fondos el que debe tener en cuenta la naturaleza de la estructura y las operaciones cuando trate de aplicar los principios.

# ANEXOS

**Figura 1: Partes que participan en la operatividad de los Hedge Funds**



**Figura 2: Estrategias de Inversión de los Hedge Funds**



## **Cuadro 1 HECHOS RELEVANTES DE LOS HEDGE FUNDS:**

"1949: Alfred W. Jones crea el primer Hedge Fund en EEUU.

"1968: La SEC reconoce 140 Hedge funds.

"1969: Se crea el primer fondo de fondos Hedge. George Soros crea su famoso fondo Quantum Fund con un patrimonio de cerca de 5 Mill. USD. Actualmente Soros Fund Management gestiona 6.000 Mill. USD.

"1970: Primera crisis de los Hedge funds debido a la caída de los mercados.

"1986: Julián Robertson creó el fondo Jaguar, primer fondo Global Macro. En el año 1990: MSCI World caía un 16%, Jaguar Fund subía un 20%, y Quantum Fund 30%.

"1992: Los Hedge funds se convierten en foco de atención de la prensa debido a los ataques especulativos sobre el SME por parte de los grandes fondos Global Macro.

"1998: Se produce el rescate por parte de la FED del fondo **Long Term Capital Management**.

"2002: Actualmente se estima que existen alrededor de 6.000 fondos Hedge que gestionan unos 500.000 millones de dólares (cerca de 100 billones de pesetas).

## **REFERENCIAS**

### **BIBLIOGRÁFICAS**

Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), Año 2009, Hedge Funds Oversight;

Working Group on Financial Markets, Año 2009; Principles and best practices for Hedge fund investors, Report of the Investors' Committee;

Douglas J. Elliott, Año 2009, Reviewing the Administration's Financial Reform Proposals;

Keith H. Black, CFA, Ennis Knupp Associates, Año 2009, Investing in Hedge Funds: A Survey, ©2009 The Research Foundation of CFA Institute;

Sander van Berkel, Año 2008, Should hedge funds be regulated?, Journal of Banking Regulation Vol. 9, 3 196–223;

Ron Fields, Año 2008, Costs Without Benefits: Should Hedge Funds be Regulated?;

Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), Año 2007, Principles for the valuation of hedge fund portfolios;

Ricardo A. Fornero, Universidad Nacional de Cuyo, Año 2007, Cronología fotográfica de las finanzas, Los instrumentos, los conceptos, las herramientas;

Douglas Cumming and Li Que, Año 2007, A law and finance analysis of hedge funds;

Rafael Hurtado Coll, Año 2007, Los fondos de inversión libre (Hedge funds) y su papel en los mercados financieros;



Kristien Smedts And Jan Smedts, Año 2007, Dynamic investment strategies of Hedge funds, Faculty of Economics and Applied Economics, DEPARTMENT OF ACCOUNTANCY, FINANCE;

Dale A. Oesterle, Año 2006, Regulating Hedge Funds;

Marcos Mailloc López de Prado - Director, Investigación Cuantitativa, UBS, Año 2004, Invertir en Hedge Funds;

Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), Año 1998, Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores.

## NOTAS

- 1 Ricardo A. Fornero, Universidad Nacional de Cuyo Año 2007 CRONOLOGÍA FOTOGRÁFICA DE LAS FINANZAS, Los instrumentos, los conceptos, las herramientas.
- 2 Sander van Berkel, Año 2008, Should hedge funds be regulated? Journal of Banking Regulation Vol. 9, 3 196–223,
- 3 Douglas J. Elliott, Año 2009, Reviewing the Administration’s Financial Reform Proposals.
- 4 Sander van Berkel, Año 2008, Should hedge funds be regulated? Journal of Banking Regulation Vol. 9, 3 196–223,
- 5 Sander van Berkel, Año 2008, Should hedge funds be regulated? Journal of Banking Regulation Vol. 9, 3 196–223
- 6 Sander van Berkel, Año 2008, Should hedge funds be regulated? Journal of Banking Regulation Vol. 9, 3 196–223,
- 7 Marcos Mailloc López de Prado - Director, Investigación Cuantitativa, UBS, Año 2004, Invertir en Hedge Funds.
- 8 Marcos Mailloc López de Prado - Director, Investigación Cuantitativa, UBS, Año 2004, Invertir en Hedge Funds.
- 9 Marcos Mailloc López de Prado - Director, Investigación Cuantitativa, UBS, Año 2004, Invertir en Hedge Funds.
- 10 Marcos Mailloc López de Prado - Director, Investigación Cuantitativa, UBS, Año 2004, Invertir en Hedge Funds.
- 11 Lowenstein, Roger (2001): *When Genius Failed*, Fourth Estate, London, 1ª Edición.
- 12 Kristien Smedts and Jan Smedts, Año 2007, DYNAMIC INVESTMENT STRATEGIES OF HEDGE FUNDS, Faculty of Economics and Applied Economics, DEPARTMENT OF ACCOUNTANCY, FINANCE
- 13 Sander van Berkel, Año 2008, Should hedge funds be regulated? Journal of Banking Regulation Vol. 9, 3 196–223,
- 14 Ron Fields, Año 2008, Costs Without Benefits: Should Hedge Funds be Regulated?
- 15 Sander van Berkel, Año 2008, Should hedge funds be regulated? Journal of Banking Regulation Vol. 9, 3 196–223,
- 16 Dale A. Oesterle, Año 2006, Regulating Hedge Funds.
- 17 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), Año 2007, PRINCIPLES FOR THE VALUATION OF HEDGE FUND PORTFOLIOS,
- 18 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) Año 2009, Hedge Funds Oversight,

## **GLOSARIO**

### **Acuerdo Secundario (Side Letters)**

Los Acuerdos secundarios son independientes de los documentos de oferta que los Hedge funds dan a sus clientes. El memorando de oferta es el documento que explica la estrategia de inversión de los Hedge funds. Este es el acuerdo entre el asesor y el inversor, que establece lo que los honorarios de los inversores pagarán por los servicios prestados por el Gestor del fondo.

### **Administrador de Hedge funds**

Entidad encargada de brindar servicios a los Hedge funds consistentes en contabilidad, informe financiero, agencia de transferencia, colocaciones de asociación y servicios de custodia de activos en carteras gestionadas por Administración de Riesgo Financiero, en fin ejecutar las decisiones que tomen los gestores respecto del fondo.

### **Análisis Fundamental**

El análisis fundamental, dentro del análisis bursátil, pretende conocer y evaluar el auténtico valor del título o, llamado valor fundamental. Este valor se usa como estimación de su valor como utilidad comercial, que a su vez se supone es un indicador del rendimiento futuro que se espera del título (criterio financiero). Este tipo de análisis fue introducido por Benjamin Graham y David Dodd, en 1934 en Security Analysis (que tuvo varias reediciones entre 1934 y 1962). La hipótesis fundamental asume que cuando el precio de mercado es inferior al valor intrínseco o fundamental, la acción o título está infravalorada y su precio se elevará en el futuro cuando el mercado se ajuste propiamente.

### **Análisis Técnico**

El análisis técnico, dentro del análisis bursátil, es el estudio de la acción del mercado, principalmente a través del uso de gráficas, con el propósito de predecir futuras tendencias en el precio. El análisis técnico tuvo sus orígenes en EEUU a finales del siglo XIX con Charles Henry Dow creando la Teoría de Dow, adquirió un gran impulso con Ralph Nelson Elliott dentro de los mercados accionarios con su Teoría de las Ondas de Elliott, y posteriormente se extendió al mercado de futuros. Sin embargo, sus principios y herramientas son aplicables al estudio de las gráficas de cualquier instrumento financiero. El análisis técnico puede subdividirse en dos categorías: Análisis gráfico o análisis chartista: analiza exclusivamente la información revelada en los gráficos, sin la utilización de herramientas adicionales; y Análisis técnico en sentido estricto: emplea indicadores calculados en función de las diferentes variables características del comportamiento de los valores analizados.

### **Análisis Técnico vs. Análisis fundamental.**

El primer principio de análisis técnico dice que cualquier evento que pueda afectar la acción del mercado, está descontado en el precio de manera ponderada. Por lo tanto, sostiene que no es necesario conocer los fundamentales o noticias que causan la acción del precio, sino que es suficiente analizar las gráficas. De hecho, los analistas técnicos puristas insisten en aislarse de la información fundamental, argumentando que debido a que es humanamente imposible enterarse de todas las noticias, y darles la importancia adecuada, el

conocimiento parcial de las mismas puede sesgar su juicio y llevarlos a tomar decisiones equivocadas.

### **Alfa**

Es una medida del rendimiento en una base ajustada por el riesgo. Alfa tiene la volatilidad (riesgo precio) de un fondo de inversión de riesgo y compara su desempeño ajustado a un índice de referencia. Es el exceso de rentabilidad del fondo en relación con el retorno del índice de referencia, es el alfa del fondo. La tasa anormal de rentabilidad de un portafolio de seguridad o en exceso de lo que podría predecirse por un modelo de equilibrio, como el modelo de valoración de activos de capital (CAPM).

### **Autorregulación**

Es la actividad por la que los participantes del mercado de valores se auto imponen normas de conducta y operativas, supervisan su cumplimiento y sancionan su violación, constituyendo así un orden único y funcional de carácter gremial complementario al dictado por la autoridad formal. Es la actividad mediante la cual las bolsas de valores y los participantes del mercado de capitales se imponen normas de conducta y operativas, supervisan su cumplimiento y sancionan su violación, constituyendo así un orden único y funcional de carácter gremial complementario al dictado por la autoridad formal.

### **Beta**

El coeficiente Beta ( $\beta$ ) es una medida de la volatilidad de un activo (una acción o un valor) relativa a la variabilidad del mercado, de modo que valores altos de Beta denotan más volatilidad y Beta 1.0 es equivalencia con el mercado. La diferencia entre la Beta ( $\beta$ ) de una acción o un valor y 1.0 se expresan en porcentaje de volatilidad. Un valor con Beta' 1.75 es 75% más volátil que el mercado. Igualmente, un valor con Beta 0,7 sería 30 % menos volátil que el mercado. Para valores o acciones en concreto, su Coeficiente Beta ( $\beta$ ) se calcula usando análisis de regresión contra un índice representativo del valor del mercado, por ejemplo Ibex 35, en la Bolsa española. Siendo Beta una manera de estimar el riesgo del activo sobre la media de activos; los coeficientes Beta se utilizan para diversificar la composición de una cartera de activos, mezclando convenientemente activos con  $\beta$  distintos.

### **Capital Asset Pricing Model o CAPM**

El Capital Asset Pricing Model, o CAPM (trad. lit. Modelo de Fijación de precios de activos de capital) es un modelo frecuentemente utilizado en la economía financiera. El modelo es utilizado para determinar la tasa de retorno teóricamente requerida para un cierto activo, si éste es agregado a una Cartera de inversiones adecuadamente diversificada. El modelo toma en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta ( $\beta$ ), así como también el retorno esperado del mercado y el retorno esperado de un activo teóricamente libre de riesgo. El modelo fue introducido por Jack L. Treynor, William Sharpe, John Litner y Jan Mossin independientemente, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Portafolio. Sharpe recibió el Premio Nobel de Economía (en conjunto con Markowitz y Merton Miller) por su contribución al campo de la economía financiera.

## **Derivados**

Son los instrumentos financieros cuyo valor depende de la evolución de otro activo (el activo subyacente). Futuros, opciones y Swaps son productos derivados.

## **Economía financiera**

Rama de la ciencia económica que estudia los mercados financieros y los flujos que en ellos se producen.

## **Finanzas conductuales**

Las Finanzas conductuales y la economía conductual son campos cercanos que aplican la investigación científica en las tendencias cognitivas y emocionales humanas y sociales, para una mejor comprensión de la toma de decisiones económicas y como afectan a los precios de mercado, beneficios y a la asignación de recursos. Los campos de estudio están principalmente ocupados con la racionalidad, o su ausencia, de los agentes económicos. Los modelos del comportamiento típicamente integran visiones desde la psicología con la teoría económica neo-clásica. Últimamente la neurociencia se ha integrado a esta alianza, permitiendo estudiar las bases neuroanatómicas y neurofisiológicas del comportamiento económico, conformándose así la nueva ciencia de la neuroeconomía.

## **Gestor de Hedge funds**

Entidad encargada de procurar el cumplimiento de los objetivos de rentabilidad del fondo bajo el nivel de riesgo a asumir y tomar las decisiones de realizar o salir de determinadas inversiones, las cuales son transmitidas al Administrador para que las ejecute.

## **Inversiones alternativas (de alto rendimiento)**

Las inversiones alternativas a menudo no se definen por lo que son, sino por lo que no lo son. Es decir, una alternativa de inversión es una posición en algo más que una posición larga en cualquiera de capital o deuda. En general, los mercados de inversión alternativos incluyen los fondos de cobertura, capital riesgo y capital privado, bienes raíces, y futuros administrados. De valores de inversión alternativos incluyen posiciones que definen las estrategias de inversión dentro de estos grandes grupos.

## **Instrumentos financieros**

Documento que testimonian una deuda o título de crédito, como pagarés, bonos, certificados de depósitos a plazo, acciones, etc. Con carácter general, los instrumentos financieros son contratos que dan lugar, simultáneamente, a un activo financiero en una empresa y a un pasivo financiero o a un instrumento de capital en otra, y se refieren tanto a instrumentos primarios (partidas a cobrar o pagar, títulos o participaciones, etc.), como secundarios (derivados financieros).

## **Intermediario mayorista (Prime Broker)**

Un corredor o más generalmente de una gran organización como Morgan Stanley o Merrill Lynch, que ofrece un servicio profesional a los Hedge funds y otros clientes institucionales. Además de los servicios de corretaje de base, los Intermediarios mayoristas recaudan dinero, manejan el efectivo, ejecutan negociaciones apalancadas, prestan los valores, y operan muchas otras actividades.

### **Red de alto valor inversores institucionales e individuales**

Conjunto de Inversores individuales o Institucionales tienen una alta disponibilidad de dinero y representan ser potenciales partícipes en determinados fondos de inversión, de acuerdo a sus perfiles de riesgo y su demanda de rendimiento.

### **Sociedades de responsabilidad limitada**

La Sociedad de Responsabilidad Limitada o Sociedad Limitada o R.L. es una sociedad mercantil en la que el capital social está dividido en cuotas sociales de distinto o igual valor llamadas participaciones sociales y en la que la responsabilidad de los socios se circunscribe exclusivamente al capital aportado por cada uno.

### **The Center For International Securities And Derivatives Markets (CISDM)**

(Centro Internacional de Valores y los mercados de derivados) es una organización sin fines de lucro Centro de investigación académica que se centra en la seguridad y el rendimiento de los fondos de inversión, tanto en EE.UU. y los mercados de activos internacionales. Los objetivos de CISDM son facilitar la investigación en los mercados de inversión tradicionales y alternativos, para promover las interacciones entre el material CISDM y las comunidades académicas y empresariales, y ponerlo a disposición de la educación en los mercados financieros internacionales, tanto a las empresas financieras como no financieras.

### **The Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA)**

En 1999, bajo la dirección del Centro Internacional de Valores y los mercados de derivados (CISDM) y el Alternative Investment Management Association (AIMA), líderes de la industria se comprometieron a la tarea de crear una designación profesional exclusivamente para especialistas en inversiones alternativas. El resultado de sus esfuerzos es la designación Chartered Alternative Investment Analyst, o CAIA - nivel de formación de la industria de AI primera y única especializada. La Asociación CAIA se estableció con la creencia de que una base sólida de conocimientos específicos relativos a inversiones alternativas, es esencial para todos los profesionales. Otros programas no se refieren a los atributos únicos asociados con los activos alternativos, pero se centran principalmente en las inversiones tradicionales.

### **The Financial Stability Forum's Working Group**

FSF establece las orientaciones de política para el fortalecimiento de la capacidad de resistencia del sistema financiero. El Grupo de Trabajo de Mercados y de Flexibilidad Institucional de la FSF ha enviado un informe provisional a los Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales del G7 (Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido). Se discuten las opiniones del Grupo de Trabajo hasta la fecha sobre los ajustes y cerca de los desafíos de largo plazo en el sistema financiero, las causas y las debilidades detectadas por la turbulencia del mercado, y las direcciones generales de política para fortalecer la resistencia de los elementos clave del sistema financiero. Las orientaciones de política propuestas en seis áreas: a) Marco de control y supervisión; b) Bases de la originar para distribuir modelo; c) El uso y el papel de las calificaciones de crédito; d) La transparencia del mercado; e) La capacidad de respuesta de supervisión y regulación de los riesgos, y f) La capacidad de las autoridades para responder a las crisis. Los programas de trabajo de los comités internacionales de supervisión bancaria,

regulación y central y las autoridades nacionales para diagnosticar las causas de la crisis y para resolver las deficiencias están desempeñando un papel importante en la labor del Grupo.

### **The Working Group On Financial Markets**

El Grupo de Trabajo sobre los Mercados Financieros (también, Grupo de Trabajo sobre los Mercados Financieros del Presidente) fue creado por la Orden Ejecutiva 12631, firmado el 18 de marzo de 1988 por el Presidente de los Estados Unidos Ronald Reagan. El Grupo fue establecido explícitamente en respuesta a los acontecimientos en los mercados financieros en torno 19 de octubre 1987 ("Lunes Negro") para dar las recomendaciones para las soluciones del sector privado y legislativo para "aumentar la integridad, la eficiencia, el orden y la competitividad de los mercados financieros de Estados Unidos y mantener la confianza de los inversores". Según lo establecido por la Orden Ejecutiva 12631, el Grupo de Trabajo consiste en: El Secretario de Hacienda, o su designado (como Presidente del Grupo de Trabajo); El Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, o su designado; El Presidente de la Comisión de Valores y Bolsas de Valores, o su designado, y El Presidente de la Comisión de Comercio de Productos y Futuros, o su designado.

### **Titulizaciones**

La titulización es un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de determinados activos, incluso derechos de cobro futuros, a un tercero que a su vez financia la compra, emitiendo los valores que se colocan entre los inversores. Las emisiones de bonos resultantes de este proceso cuentan generalmente con un rating muy elevado. Por sus características, suelen colocarse entre inversores institucionales.