

# ¿Qué es un hedge fund y cuáles son sus principales características?

## Generalidades:

Existen ciertas características que se presume que los hedge funds cumplen de forma general.

- § Es un vehículo de inversión destinado, principalmente, a inversores institucionales y cualificados. Es por ello que los importes mínimos de inversión suelen ser elevados.
- § La gestión de un hedge fund es activa. Por lo tanto, el gestor buscará obtener beneficio de las ineficiencias que pudieran aparecer en el mercado.
- § En la gestión de un hedge fund, se utilizan técnicas financieras que pueden no estar permitidas en la gestión tradicional. Por ejemplo: la venta al descubierto, el uso discrecional de productos derivados, el apalancamiento o la concentración de las carteras.
- § La elección en el tipo de activo y mercado donde invertir es libre. Por ejemplo, hay gestores que invierten en activos poco líquidos para poderse beneficiar de la prima de liquidez.
- § La mayoría de las estrategias hedge presentan niveles bajos de correlación con respecto a los principales índices utilizados en la gestión tradicional. Por ello, con frecuencia, los objetivos de rentabilidad de los hedge funds son absolutos.
- § El performance fee tiene un peso específico muy importante en las comisiones que se cargan a los partícipes. Además, es frecuente que el gestor tenga invertido su patrimonio en el fondo que gestiona.
- § Las entradas y salidas de los partícipes suelen estar sujetas a restricciones.
- § Generalmente, la información que proporciona un hedge fund es escasa debido a su inusual estructura vehicular y al tipo de estrategia y / o activos en los que invierte. Es por ello que no suelen hacer públicas sus posiciones, y la frecuencia en la que publican el Valor Liquidativo es baja (en el caso de que lo publiquen).

Los hedge funds (también llamados fondos de gestión alternativa, fondos alternativos o fondos de inversión libre) son fondos constituidos mediante una metodología denominada «alternativa» que consiste en establecer un objetivo de rentabilidad absoluta en un horizonte de inversión determinado, intentando obtener un rendimiento poco correlacionado con la evolución de los mercados financieros, pero cubriendo los principales riesgos de los activos tradicionales (riesgos de mercado y riesgo de tipo de interés).

Habitualmente, se distingue entre fondos domésticos (fondos “onshore”), y fondos no domésticos (“fondos “offshore”).

Muchos hedge funds están domiciliados en países o centros financieros “offshore”, como Irlanda, Luxemburgo, Bahamas, Islas Caimán o Panamá. Estos fondos se conocen como fondos “Offshore”. En algunas de estas jurisdicciones, los fondos de inversión en general, y los hedge funds en particular, están sujetos a regulaciones y supervisión más flexible, lo que puede suponer para el inversor un nivel de protección inferior al de su país de origen.

El universo de hedge funds es muy amplio. Cuenta con un gran número de fondos que presentan perfiles de y rentabilidad esperada muy variados. Se distinguen dos grandes familias de hedge funds, divididas a su vez en dos categorías:

- § Los hedge funds puros o “single hedge funds”: entre los que se distinguen los fondos monoestrategia y los multiestrategia.
- § Los fondos de hedge fund: que son fondos de fondos que invierten en una cartera de hedge funds puros, entre los que distinguimos también, los fondos de hedge funds multiestrategia de los fondos de hedge funds monoestrategia.

Los hedge funds pueden escoger libremente los productos y los mercados (dentro de las estrategias predefinidas) en los que invierten y sus métodos de gestión. Estos fondos suelen tener mínimos de inversión elevados. La remuneración de los gestores depende, en general, de la rentabilidad obtenida.

El cuadro que se muestra a continuación, basado en los índices de hedge funds, proporciona una visión general de las características y del perfil de riesgo de cada familia y categoría de hedge funds. El grado de exposición al riesgo puede variar desde una exposición menor (fondos de hedge funds por ejemplo) a una mayor (hedge funds puros) que puede conllevar como en otros tipos de activos, riesgo de pérdida de capital.

	Riesgo -		Riesgo +			
	<b>Fondos de Hedge Funds Multiestrategia</b>	<b>Fondos de Hedge Funds Monoestrategia</b>	<b>Single Hedge Fund Multiestrategia</b>	<b>Single Hedge Fund Monoestrategia</b>		
<b>Índice</b>	<b>HFRI FoHF* Conservative</b>	<b>Eurekahedge FoHF Global Macro</b>	<b>Eurekahedge Equity FoHF</b>	<b>HFRI Fund Weighted composite</b>	<b>HFRI Event Driven HFRI</b>	<b>Emerging Markets</b>

\* Fondos de Hedge Funds

Fuentes: Índice HFRI de enero 1990 a Agosto 2007 y Eurekahedge de diciembre 1999 a agosto 2007

Estos índices se indican como ejemplo, pudiendo utilizarse otros índices comúnmente aceptados.

# Las dos principales familias de hedge funds

## a. Los Hedge Funds puros o single Hedge Funds

Los hedge funds puros suelen buscar activamente rentabilidad por lo que conllevan riesgos que pueden ser muy elevados. En general, los single hedge funds multiestrategia tienen menos riesgos que los monoestrategia. Los inversores en esta clase de activo deben permanecer atentos a su evolución, debido a su volatilidad. Sólo debe invertirse en estos productos un porcentaje pequeño de la cartera que responda a la necesidad particular de distribución de activos del inversor.

## b. Los fondos de Hedge Funds

Los fondos de fondos están compuestos por una cartera de hedge funds puros (generalmente unos veinte) que permiten al inversor diversificar su riesgo mediante una pluralidad de estrategias y/o de gestores.

El riesgo (volatilidad) de la inversión directa en hedge fund puede reducirse notablemente si la inversión se realiza a través de fondos de hedge funds pues se consigue una gran diversificación, tanto a nivel de estrategias (enfoque multiestrategia) como a nivel de gestores del hedge fund (enfoque multigestor). Su nivel de riesgo es, en general, inferior al de un fondo de acciones, pese a que permiten obtener una rentabilidad más regular y menos correlacionada con la evolución de los mercados financieros.

Este enfoque más prudente de los hedge funds constituye una oportunidad de diversificación para la mayoría de los inversores privados.

# Estrategias utilizadas por los hedge fund:

## Estrategias direccionales

Estas estrategias toman posiciones largas y posiciones cortas, según las expectativas que tengan los gestores de la evolución de los diferentes mercados mundiales (renta variable, renta fija, divisas, materias primas y sus derivados). Las más comunes son las estrategias macro/oportunistas que se apoyan en expectativas de los gestores sobre las principales tendencias y acontecimientos macroeconómicos.

## Estrategias de arbitraje

Estas estrategias intentan aprovechar la diferencia de valoración de activos correlacionados entre sí (y de su evolución). Las estrategias más comunes son las estrategias de arbitraje sobre convertibles que consisten en comprar una obligación convertible de una sociedad, estando corto en la acciones de la misma sociedad, y las estrategias de arbitraje sobre fusiones y adquisiciones que buscan aprovechar la diferencia entre la cotización de la acción de la empresa compradora y el precio de la empresa objetivo a lo largo de la operación de fusión o adquisición.

## Estrategia "stock picking"

Estas estrategias combinan posiciones largas y cortas para aprovechar la sobrevaloración o infravaloración de determinados valores (principalmente acciones). Algunos gestores se especializan siguiendo criterios geográficos (Europa, Estados Unidos, Asia), otros siguiendo criterios sectoriales (tecnología, sanidad, etc.), y otros atendiendo al nivel de su exposición neta al mercado.

## Estrategias especializadas en crédito

Estas estrategias permiten a los gestores tomar una posición direccional sobre la capacidad estimada de una sociedad (cuyo beneficio operativo es bajo o insuficiente) para hacer frente a sus obligaciones financieras.



# Tipos de hedge funds

Existen multitud de tipos de hedge funds que se basan en las cuatro estrategias desarrolladas en el punto anterior.

## a. Los fondos long/short

El objetivo de la estrategia es reducir el riesgo de una posición larga en una cartera de títulos mediante una posición corta en otros títulos. Así, disminuyen su exposición al riesgo de mercado y pueden utilizar el apalancamiento para aumentar la rentabilidad de la cartera. Las posiciones largas se toman en títulos infravalorados y las posiciones cortas sobre títulos de menor calidad. Las posiciones cortas pueden tomarse en índices.

El apalancamiento financiero se refiere al efecto que el endeudamiento, que se produce como consecuencia de la financiación de la inversión, tiene sobre la rentabilidad. Es un concepto utilizado para reflejar aquellas situaciones en las que la inversión de una cantidad puede suponer resultados multiplicados, tanto en sentido positivo como negativo, en relación con el efectivo desembolsado. Si bien esto puede suponer un aumento en la rentabilidad de la inversión, también puede suponer un aumento del riesgo puesto que existe la posibilidad de perder toda la inversión si la evolución del mercado no es la esperada.

Más detalladamente podemos distinguir:

Acciones y obligaciones “long/short”: se trata del estilo puro como se describe anteriormente. El “stock picking” (elección de títulos) es la principal fuente de rentabilidad de este tipo de fondos. En general, se realiza un análisis en profundidad de los fundamentales.

Los fondos “aggressive growth”: invierten en acciones en las que se espera que se produzca una aceleración en su crecimiento. Por ello, suelen invertir en “small caps” (empresas de pequeña capitalización). En general, son fondos especializados en un sector particular (tecnologías, medios, telecomunicaciones, etc.).

Los fondos “value” invierten en títulos muy infravalorados por razones relacionadas con su valor intrínseco.

Los fondos llamados “market neutral” toman de forma equilibrada posiciones cortas y largas, con el objetivo de minimizar la correlación con la evolución de los mercados tradicionales. Esta estrategia depende tanto de la realización de un buen análisis fundamental como de un buen “stock picking”, pero sobre todo de un análisis profundo de los riesgos. La posición corta se toma principalmente en acciones.

“Short sellers”: son los fondos que practican únicamente la venta en corto. Buscan títulos que estén sobrevalorados y en los que se prevé una caída. El criterio principal de selección es el deterioro de los fundamentales del emisor.

## b. Fondos « event-driven »

Tratan de beneficiarse de acontecimientos particulares que marcan la vida de las empresas: reestructuraciones, fusiones, escisiones, etc. Por eso se denominan “event driven funds”. A este tipo de estrategia le afectan poco las tendencias de los mercados.

Los fondos de estrategias oportunistas se benefician de las Ofertas Públicas de Venta, de resultados inesperados o de acontecimientos puntuales del emisor.

Los fondos de “distressed securities” invierten en títulos, principalmente en obligaciones, infravaloradas por impagos o por planes de rescate. Este tipo de estrategia se utiliza sobre todo en Estados Unidos, donde la legislación es favorable.

### c. Fondos de arbitraje

Estos fondos utilizan las imperfecciones del mercado para tratar de generar resultados. Intentan identificar los diferenciales de precios o rentabilidades, que no se justifican por la situación económica del emisor. Entran en el mercado cuando observan una fuerte probabilidad de que estas anomalías vayan a corregirse. También se denominan “relative value funds”.

Podemos distinguir las siguientes tendencias:

“fixed income arbitrage”: el fondo busca las anomalías de precio en los mercados de renta fija

“convertible bond arbitrage”: el arbitraje se realiza comprando a largo una obligación convertible y a corto el activo subyacente

“mortgage backed securities”: el fondo se beneficia de las anomalías del mercado de títulos hipotecarios (así como de los instrumentos que se derivan de éstos) en Estados Unidos.

“merger arbitrage”: el fondo se concentra en operaciones de fusión y adquisición. Teniendo en cuenta las técnicas utilizadas y los subyacentes estos fondos se solapan, en parte, con los fondos “event-driven”.

### d. Fondos de trading direccional y CTA (“commodity trading advisors”)

Toman posiciones tanto largas como cortas, generalmente con un alto apalancamiento en los mercados (renta variable, renta fija, futuros, materias primas, tipo de cambio...). En general estos fondos no toman posiciones a largo plazo. Tratan de aprovechar al máximo fuertes fluctuaciones a corto plazo, incluso seguir las tendencias (“trend followers”). Su correlación con los mercados de renta variable y renta fija es pequeña.

En este tipo de fondos, podemos distinguir:

- § Los fondos cuantitativos que invierten según un modelo informático cuantitativo
- § Los fondos discrecionales que se basan en un análisis de los fundamentales del mercado

### e. Fondos global macro

Son fondos que operan teniendo en cuenta las principales tendencias macroeconómicas. Siguen una estrategia oportunista basándose en un análisis fundamental macroeconómico y en las reacciones del mercado ante cambios en la política económica (tipos de interés, movimientos de divisas, etc.). Invierten en todo tipo de activos financieros y en todos los mercados dependiendo de dónde surjan las oportunidades y utilizan apalancamiento.

### f. Fondos “special situation”

Estos fondos se benefician de situaciones muy particulares e incluso llegan a crear el propio acontecimiento, por ejemplo forzando a que una sociedad modifique su estrategia de gestión. Se habla también de “niche placers”. Se trata, por ejemplo, de fondos oportunistas que no tienen una estrategia fijada, sino que tratan de aprovechar las oportunidades que surgen. Teniendo en cuenta las técnicas y los subyacentes utilizados, estos fondos se solapan, en parte, con los fondos “event-driven” o los fondos “merger arbitrage”.

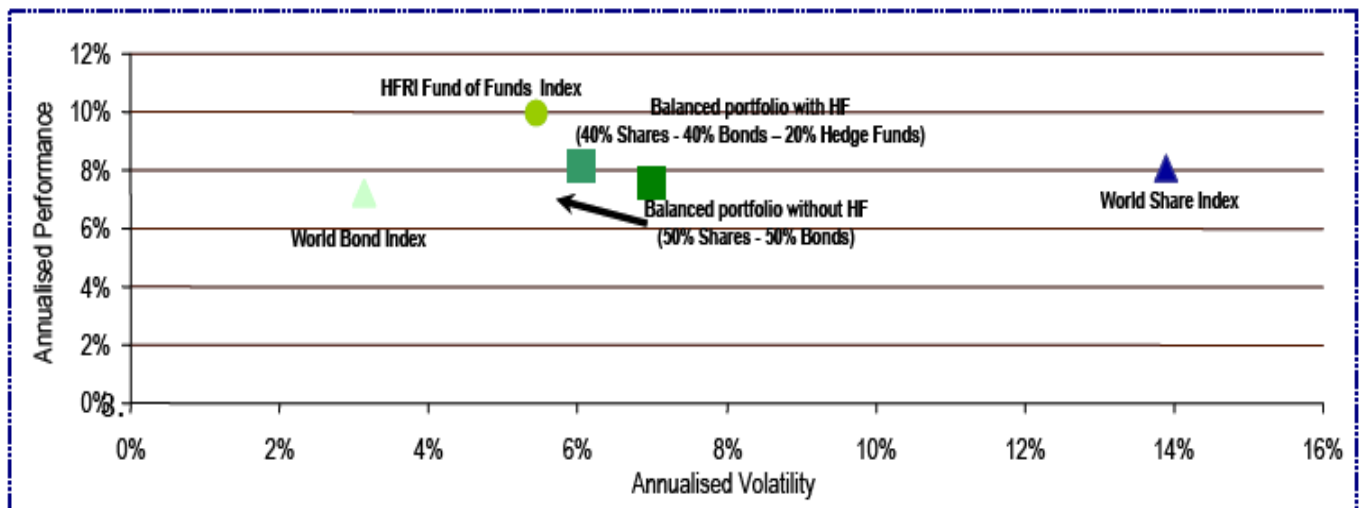
# ¿Cuáles son las ventajas de realizar una inversión en un hedge fund?

La gestión alternativa tiene un objetivo de rentabilidad absoluta, poco correlacionada con la evolución de activos tradicionales. Las estrategias llevadas a cabo por los hedge funds para lograr este objetivo tienen perfiles de rentabilidad y riesgo muy diferentes, permitiendo obtener potencialmente rentabilidad en todas las fases de los mercados (alcistas, bajistas o estables).

A la hora de considerar el riesgo de la inversión en un Hedge Funds se pueden considerar indicadores como la volatilidad (variabilidad o dispersión de las rentabilidades frente a su media), el grado de simetría o asimetría con la que se distribuyen los rendimientos respecto a su valor esperado, o la curtosis o apuntamiento, es decir, el análisis de la concentración de los rendimientos alrededor de la media y de la amplitud de las colas de la distribución o riesgos extremos.

Invertir en hedge funds puede permitir una optimización del binomio rentabilidad-riesgo y ofrece la posibilidad de obtener rentabilidades atractivas para el nivel de riesgo asumido (volatilidad). Así, los fondos de hedge funds multiestrategia que selecciona BNP Paribas buscan la preservación del capital, con una baja correlación con los mercados y una volatilidad limitada, ofreciendo un resultado superior al de las obligaciones con un horizonte de inversión a medio plazo. Los fondos hedge funds monoestrategia, ofrecen un objetivo de rentabilidad superior asumiendo una volatilidad un poco mayor.

El gráfico que se muestra a continuación refleja el efecto que tiene añadir fondos de hedge funds en una cartera de renta variable y renta fija (enero 1990 - marzo 2007).



Índice World Bond: SSB Hedge WGB Index (USD)

Índice World Share: MSCI \$World DRI Index

Índice Fondos de Hedge Funds: HFRI

- § Reducción de la volatilidad global de la cartera
- § Reducción de las caídas máximas
- § Reducción de la sensibilidad a los mercados financieros

Composición de una cartera equilibrada sin HF: 50% del Índice World Share +50% del Índice World Bond

Composición de una cartera equilibrada con HF: 40% del Índice World Share + 20% del Índice Fondos de Hedge Funds

# ¿Cuáles son los riesgos de invertir en un hedge fund?

## **Efecto apalancamiento**

El nivel de riesgo puede acentuarse si el gestor utiliza apalancamiento financiero, es decir, toma posiciones (a crédito) cuyo importe total es superior al capital desembolsado por los inversores, siendo el objetivo obtener beneficios más elevados que los que se hubieran obtenido invirtiendo sólo el total del capital nominal.

En este caso, pequeños cambios en el mercado pueden ofrecer la oportunidad de obtener importantes beneficios pero también pérdidas. En casos extremos, se puede llegar a perder la totalidad del capital invertido.

## **Poca transparencia**

No se conoce el valor liquidativo de estos fondos de inversión en el momento en que el inversor decide realizar una suscripción o una venta de este instrumento financiero. Esto sucede porque es necesario realizar un preaviso antes de cualquier operación de suscripción y reembolso. Por consiguiente, el valor liquidativo no puede calcularse antes de realizarse la suscripción o la venta.

Por otra parte, el inversor en hedge funds dispone generalmente de poca información sobre las estrategias, a veces complejas, de los fondos de inversión que aplican una metodología de gestión alternativa. Este hecho tiende a aumentar cuando los hedge funds son fondos “offshore”. Los cambios de estrategia, que pueden conllevar un incremento de los riesgos, son muchas veces poco conocidos y, por tanto, no tenidos en cuenta por los inversores.

## **Liquidez potencialmente limitada**

Las inversiones alternativas tienen una liquidez que puede ser muy diversa, pudiendo llegar a ser muy limitada.

Estas inversiones pueden tener un plazo mínimo de mantenimiento (“lockup”), o penalizaciones si se liquidan antes del final del plazo establecido. Esto sucede porque las inversiones de la cartera de los hedge funds tienen una liquidez relativamente escasa ya que son productos concebidos a largo plazo.

Por otra parte, los fondos alternativos invierten en instrumentos financieros no líquidos o sometidos a restricciones jurídicas, de transferencia, etc. Puede suceder que la venta de una inversión alternativa no esté autorizada más que periódicamente o en fechas determinadas, que sea necesario realizar preavisos de varias semanas (por ejemplo cuatro veces al año o en fechas concretas). Debido al “spread” o diferencia entre el precio de compra y el de venta, puede que el resultado de la venta no coincida con el valor liquidativo del instrumento.

En la mayoría de los casos, los reembolsos sólo pueden realizarse mensual, trimestral o anualmente.

Por último, teniendo en cuenta la complejidad de las inversiones subyacentes efectuadas por estos fondos, puede resultar necesario realizar ajustes del valor liquidativo tras la aprobación de las cuentas anuales. En consecuencia, determinados fondos de inversión alternativos pueden retener una parte del importe del inversor, hasta la aprobación de las cuentas anuales, si éste decide liquidar el 100% de su participación.



### **Regulación mínima**

Muchos de estos fondos están domiciliados en territorio “offshore” (fondos “offshore”) fuera de la UE y, debido a esto, su regulación y supervisión pueden ser mínimas o inexistentes. Pueden darse problemas o retrasos en la ejecución de las órdenes de suscripción o reembolso de algunos fondos, en los que el Banco no asume ninguna responsabilidad. No existe ninguna garantía de que los derechos legales puedan ejercitarse.

El inversor que tenga intención de invertir en fondos alternativos y, sobre todo, en fondos « offshore » debe ser consciente de estos riesgos. Conviene estudiar con prudencia estos productos de inversión, su fiabilidad, el rigor de su gestión y la calidad de los procedimientos de evaluación de su riesgo, antes de realizar una inversión.

### **Ventas a corto**

Los hedge funds pueden efectuar ventas de títulos a corto (es decir vender títulos que no se poseen e intentar generar beneficios sobre un activo del que se prevé una bajada de su valor). Esta técnica puede exponer una parte de su inversión a un riesgo ilimitado, ya que no existe un límite superior de precio que pueden alcanzar estos títulos. Sin embargo, para el inversor, las pérdidas estarán limitadas al importe invertido en el hedge fund.

### **Valoración de los hedge funds**

El valor liquidativo de las inversiones del fondo no está verificado por auditores externos (a excepción del calculado a final del ejercicio). Para valorar estos fondos mencionados, el Banco se basa principalmente en informaciones financieras no auditadas remitidas por agentes administrativos y/o por los creadores de mercado. Cuando las informaciones financieras utilizadas por los fondos para determinar su propio valor liquidativo están incompletas, son incorrectas o cuando el valor liquidativo mencionado no refleja el valor de las inversiones realizadas por los fondos, la valoración de estos activos puede ser imprecisa.

### **Pocos bancos depositarios**

Para algunos hedge funds y, en particular, para los hedge funds offshore, la función de depositario es ejercida por un broker en lugar de un banco. Estos no tienen la misma calificación crediticia que un banco. Además, al contrario que los bancos depositarios que actúan en un entorno regulado, los brokers asumen únicamente la custodia de los activos, sin estar sujetos a estricta regulación legal.

### **Comisión sobre la rentabilidad**

La mayoría de los hedge funds establecen comisiones sobre la rentabilidad obtenida por el fondo.

### **Duplicidad de comisiones**

Invertir mediante un fondo de inversión en vez de invertir en los instrumentos financieros directamente, genera gastos suplementarios a cargo del cliente.



# Escenarios de posible evolución de Hedge Funds

A continuación, se detalla una breve descripción sobre el funcionamiento y los resultados de los distintos productos que forman parte de los Hedge Funds en distintas condiciones de mercado, tanto positivas como negativas, teniendo en cuenta la posible fluctuación positiva o negativa del mercado de dichos instrumentos.

## Los fondos long/short.

El “stock picking” (elección de títulos) es la principal fuente de rentabilidad de este tipo de fondos, por tanto, de forma general, una buena selección de los valores que formen la parte larga y los que formen la parte corta de la cartera, será fundamental para una evolución positiva o negativa en la evolución del fondo.

En función de la posición neta de la cartera, esto es, sumando las posiciones largas y cortas de la cartera del fondo, podemos diferenciar esta estrategia en las siguientes sub-estrategias:

**“Long bias”:** Sumando las posiciones largas y cortas de la cartera del fondo, la posición neta de la cartera es larga.

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas. Como la posición neta de la cartera es larga, una evolución favorable de los mercados en los que invierte el fondo también tendrá un efecto positivo en la valoración del mismo. A modo de ejemplo un fondo long/short de renta variable con sesgo positivo (long bias), se beneficiará por una evolución más favorable, en valor relativo, de las posiciones largas de la cartera frente a las cortas. De igual manera, al tener una posición neta positiva, una evolución favorable de los mercados de renta variable en los que invierte también tendrá un efecto positivo en la evolución del fondo. Por tanto, los factores que favorecen esta evolución como una evolución continuada de los precios de la renta variable, mantenimiento y/o aumento de los dividendos, buenas expectativas de resultados empresariales, etc., incidirían positivamente en la evolución del fondo. No obstante, hay que tener en cuenta que para obtener estos beneficios se recomienda un horizonte temporal de inversión a medio o largo plazo a los efectos de que se aprecien esos beneficios.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. En el caso de una mala situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera larga del fondo, que pueda originar un concurso de acreedores podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. Como la posición global del fondo es netamente positiva, una evolución desfavorable del mercado en el que invierte el fondo también afectará de forma negativa a la evolución del mismo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

**“Market Neutral”:** Las posiciones largas y cortas de la cartera del fondo pesan lo mismo y por tanto, la posición neta es cercana a cero, como la posición neta de la cartera es neutral, la evolución positiva o negativa de los mercados no influye en la evolución del fondo

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas. En este tipo de estrategias es fundamental realizar un buen análisis financiero de los valores que van a formar parte tanto de la cartera larga como de la corta. No obstante, hay que tener en cuenta que para obtener estos beneficios se recomienda un horizonte temporal de inversión a medio o largo plazo a los efectos de que se aprecien esos beneficios.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. En el caso de una mala situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera larga del fondo, que pueda originar un concurso de acreedores podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.



**“Short bias”:** Sumando las posiciones largas y cortas de la cartera del fondo, la posición neta de la cartera es corta.

- I. Escenario positivo: la valoración del fondo supera la inversión inicial exclusivamente como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones cortas de la cartera frente a las posiciones largas. A modo de ejemplo un fondo long/short de renta variable con sesgo negativo (“short bias”), se beneficiará por una evolución más favorable, en valor relativo, de las posiciones cortas de la cartera frente a las largas. De igual manera, al tener una posición neta negativa, una evolución desfavorable de los mercados de renta variable en los que invierte también tendrá un efecto positivo en la evolución del fondo. Por tanto, los factores que favorecen esta evolución como una caída continuada de los precios de la renta variable, disminución o pérdida de los dividendos, bajas expectativas de resultados empresariales, etc., incidirán positivamente en la evolución del fondo. No obstante, hay que tener en cuenta que para obtener estos beneficios se recomienda un horizonte temporal de inversión a medio o largo plazo a los efectos de que se aprecien esos beneficios.
- II. En un escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. En el caso de una mala situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera larga del fondo, que pueda originar un concurso de acreedores podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. Como la posición global del fondo es netamente negativa, una evolución favorable del mercado en el que invierte el fondo también afectará de forma negativa a la evolución del mismo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

### Fondos «event-driven»

Los riesgos de esta estrategia están ligados a unas situaciones y empresas específicas por tanto es de vital importancia de la habilidad y experiencia del inversor, ya que los riesgos de mercado (tipos de interés, mercado de renta variable,...) tienen un impacto mínimo.

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas y esto ocurre cuando la estrategia del gestor sobre la finalización de una situación específica de un sector o empresa(s) en particular coincide con el resultado final de la misma.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. En el caso de una resolución de una situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera del fondo, sea contraria a la prevista por el gestor podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

### Fondos de arbitraje

Estos fondos utilizan las imperfecciones del mercado para tratar de generar resultados. Intentan identificar los diferenciales de precios o rentabilidades, que no se justifican por la situación económica del emisor. Entran en el mercado cuando observan una fuerte probabilidad de que estas anomalías vayan a corregirse. También se denominan “relative value funds”.

Podemos distinguir las siguientes tendencias:

**1. "Fixed income arbitrage":** el fondo busca las anomalías de precio en los mercados de renta fija.

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas. En función de la posición del gestor, los factores que influyen en renta fija, como duración, spread de crédito de las entidades emisoras del fondo, movimientos de tipos de interés, evolución de la estructura de la curva (flattening o steepening) pueden afectar positiva o negativamente.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. En función de la posición del gestor, los factores que influyen en renta fija, como duración, spread de crédito de las entidades emisoras del fondo, movimientos de tipos de interés, evolución de la estructura de la curva (flattening o steepening) pueden afectar positiva o negativamente. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

**2. "Convertible bond arbitrage":** el arbitraje se realiza comprando a largo una obligación convertible y a corto el activo subyacente.

- I. En un escenario positivo: la valoración del fondo supera a la inversión inicial o bien por la subida de la volatilidad del activo subyacente de los bonos convertibles que componen la cartera del fondo, o por una disminución del dividendo de alguno de los valores que componen la cartera, reducción de los tipos de interés o por una reducción del spread de crédito de los activos que componen la cartera.
- II. En un escenario negativo: la inversión podría suponer pérdidas para el inversor como consecuencia de una caída de la volatilidad del activo subyacente de los bonos convertibles que componen la cartera, por una subida continuada de los tipos de interés o por una ampliación del spread de crédito de alguna de las entidades emisoras que componen la cartera, o por un incremento en el dividendo de alguno de los activos que componen la cartera. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

**3. "Mortgage backed securities":** el fondo se beneficia de las anomalías del mercado de títulos hipotecarios (así como de los instrumentos que se derivan de éstos) en Estados Unidos.

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas. En función de la posición del gestor, los factores que influyen en los títulos hipotecarios de renta fija, como duración, spread de crédito de las entidades emisoras del fondo, movimientos de tipos de interés, evolución de la estructura de la curva (flattening o steepening) pueden afectar positiva o negativamente.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. En función de la posición del gestor, los factores que influyen en los títulos hipotecarios de renta fija, como duración, spread de crédito de las entidades emisoras del fondo, movimientos de tipos de interés, evolución de la estructura de la curva (flattening o steepening) pueden afectar positiva o negativamente. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por

**4. Merger arbitrage:** el fondo se concentra en operaciones de fusión y adquisición. Teniendo en cuenta las técnicas utilizadas y los subyacentes estos fondos se solapan, en parte, con los fondos “event-driven”.

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas y esto ocurre cuando la estrategia del gestor sobre la finalización de una situación específica de un sector o empresa(s) en particular coincide con el resultado final de la misma.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. En el caso de una resolución de una situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera del fondo, sea contraria a la prevista por el gestor podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

### Fondos de trading direccional y CTA (“commodity trading advisors”)

Toman posiciones tanto largas como cortas, generalmente con un alto apalancamiento en los mercados (renta variable, renta fija, futuros, materias primas, tipo de cambio, etc.). En general estos fondos no toman posiciones a largo plazo. Tratan de aprovechar al máximo fuertes fluctuaciones a corto plazo, incluso seguir las tendencias (“trend followers”). Su correlación con los mercados de renta variable y renta fija es pequeña.

En este tipo de fondos, podemos distinguir:

#### **Los fondos cuantitativos que invierten según un modelo informático cuantitativo.**

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas. En este tipo de estrategias es fundamental que la proyección del mercado realizada por el modelo informático coincida con la evolución del mercado. No obstante, hay que tener en cuenta que para obtener estos beneficios se recomienda un horizonte temporal de inversión a medio o largo plazo a los efectos de que se aprecien esos beneficios.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. Una desviación de las estimaciones del modelo informático sobre las proyecciones del mercado frente a la evolución del mismo podría producir pérdidas significativas. En el caso de una mala situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera larga del fondo, que pueda originar un concurso de acreedores podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

#### **Los fondos discrecionales que se basan en un análisis de los fundamentales del mercado.**

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas. En este tipo de estrategias es fundamental que el análisis financiero realizado por el gestor coincida con la evolución del mercado. No obstante, hay que tener en cuenta que para obtener estos beneficios se recomienda un horizonte temporal de inversión a medio o largo plazo a los efectos de que se aprecien esos beneficios.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. Si el análisis de los fundamentales del mercado realizado por el gestor no coincide con la evolución del mercado se podrían producir pérdidas significativas. En el caso de una mala situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera larga del fondo, que pueda originar un concurso de acreedores podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

## Fondos global macro

Son fondos que operan teniendo en cuenta las principales tendencias macroeconómicas. Siguen una estrategia oportunista basándose en un análisis fundamental macroeconómico y en las reacciones del mercado ante cambios en la política económica (tipos de interés, movimientos de divisas, etc.). Invierten en todo tipo de activos financieros y en todos los mercados dependiendo de dónde surjan las oportunidades y utilizan apalancamiento.

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas. En este tipo de estrategias es fundamental que el análisis macroeconómico realizado por el gestor coincida con la evolución del mercado. No obstante, hay que tener en cuenta que para obtener estos beneficios se recomienda un horizonte temporal de inversión a medio o largo plazo a los efectos de que se aprecien esos beneficios.
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. Si el análisis de los fundamentales macroeconómicos realizado por el gestor no coincide con la evolución del mercado se podrían producir pérdidas significativas. En el caso de una mala situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera larga del fondo, que pueda originar un concurso de acreedores podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

## Fondos “special situation”

Estos fondos se benefician de situaciones muy particulares e incluso llegan a crear el propio acontecimiento, por ejemplo forzando a que una sociedad modifique su estrategia de gestión. Se habla también de “niche placers”. Se trata, por ejemplo, de fondos oportunistas que no tienen una estrategia fijada, sino que tratan de aprovechar las oportunidades que surgen. Teniendo en cuenta las técnicas y los subyacentes utilizados, estos fondos se solapan, en parte, con los fondos “event-driven” o los fondos “merger arbitrage”.

- I. Escenario positivo: la valoración supera la inversión inicial como consecuencia de una evolución más favorable de las posiciones largas de la cartera frente a las posiciones cortas y esto ocurre cuando la estrategia del gestor sobre la finalización de una situación específica de un sector o empresa(s) en particular coincide con el resultado final de la misma .
- II. Escenario negativo: el inversor puede llegar a perder parte o la totalidad de su inversión como consecuencia de una peor evolución relativa de la parte larga de la cartera frente a la parte corta de la cartera del fondo. En el caso de una resolución de una situación financiera de alguna de las entidades emisoras que forman parte de la cartera del fondo, sea contraria a la prevista por el gestor podría incidir en pérdidas abultadas del fondo. En este tipo de fondos, el efecto del apalancamiento incide de forma muy significativa en la evolución del fondo. Por tanto, pequeñas variaciones, pueden suponer unos fuertes impactos.

# ¿A qué inversores van dirigidos los hedge funds?

En general, esta inversión se dirige a los clientes que tengan conocimiento de las técnicas de inversión y de los riesgos subyacentes.

El inversor, antes de invertir en un hedge fund puro, debe informarse en profundidad sobre los riesgos específicos de su inversión.

Además, como para cualquier clase de activos, la inversión en hedge funds debe realizarse en proporciones adaptadas al perfil inversión de cada cliente (aversión mayor o menor al riesgo, conocimientos técnicos y sobre todo horizonte de inversión). Estos instrumentos pueden ser a veces especulativos y conllevar una fuerte exposición al riesgo por su volatilidad.



# Fiscalidad

---

Es importante que busque asesoramiento independiente sobre la fiscalidad aplicable a los ETF.

Al abordar, desde un punto de vista estrictamente tributario, los riesgos fiscales derivados de la comercialización de Fondos, Hedge Funds, y ETF,s, al menos, hay que considerar dos aspectos:

A. El punto de vista del inversor:

A1- Tributación: el riesgo consiste en incumplir las obligaciones legales y reglamentarias declarativas y de tributación.

Este aspecto corresponde en exclusiva al inversor quién deberá tributar y declarar de acuerdo con la legislación vigente.

El banco ni tiene en su objeto social la labor de asesoramiento fiscal, ni tiene registrada esta actividad a ningún efecto en el Banco de España (entre otros a efectos de cobrar comisiones), ni puede desarrollar labores profesionales potencialmente generadoras de conductas de intrusismo profesional.

Es por estas razones y no por otras, por lo que siempre se recomienda a los inversores que consulten a sus propios asesores tributarios de cara al cumplimiento de dichas obligaciones.

A2- Modificación del tratamiento fiscal

Se trata de un mero riesgo comercial o de oportunidad relativo a la posibilidad de que cambien o bien las normas aplicables a la fiscalidad de las rentas obtenidas en un momento anterior a la fecha de devengo, o bien las interpretaciones doctrinales administrativas que soportan su tratamiento fiscal.

B. El punto de vista del comercializador:

En su caso, si el comercializador tuviese la condición de sujeto obligado a retener (por ser pagador de rentas sujetas a retención), deberá practicar las retenciones legalmente oportunas y poner a disposición del sujeto pasivo el resumen de las mismas con anterioridad al inicio del periodo voluntario de declaración de los tributos a los que queden sometidas en su caso dichas rentas.