



Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones

IIC DE INVERSIÓN LIBRE (HEDGE FUNDS): EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y NUEVA REGULACIÓN EN ESPAÑA

Buenos Aires, 29 de Junio de 2007

Ángel Martínez-Aldama
Director General

EXPERIENCIA INTERNACIONAL

1. Características de los Hedge Funds.
2. Categorías de Hedge Funds.
3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño.
4. Evolución reciente.
5. Iniciativas en Europa y Estados Unidos.
6. Regulación jurídica en la UE (informe EFAMA)

REGULACIÓN EN ESPAÑA

1. Real Decreto 1309/2005, OM y Circular CNMV 2006.
2. Configuración de las (IIC de) IICIL.
3. Novedades del Real Decreto 362/2007.
4. Desarrollo en España.
5. Cuestiones pendientes.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (I)

1. Características de los Hedge Funds

- ▣ Objetivo de rentabilidad: rentab. absolutas positivas en todas las condiciones de mercado.
- ▣ Estrategia de inversión: libertad de elección de varias técnicas, incluyendo ventas a corto, endeudamiento y derivados.
- ▣ Comisiones de gestión: normalmente 1-2% por patrimonio y 15-25% por resultados.
- ▣ Suscripciones y Reembolsos:
 - Mensual / Trimestral
 - Períodos de cierre hasta 1 ó 2 años para reembolsos
 - Posibilidad de suspender reembolsos
- ▣ Domicilio: básicamente en centros “off-shore” con regulaciones flexibles
- ▣ Regulación: mínima.
- ▣ Información: voluntaria o muy limitada.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (II)

2. Categorías de los Hedge Funds

■ Direccionales:

- Long / Short Equity
- Dedicated Short Bias
- Global Macro
- Emerging Markets
- Managed Futures

■ Event Driven

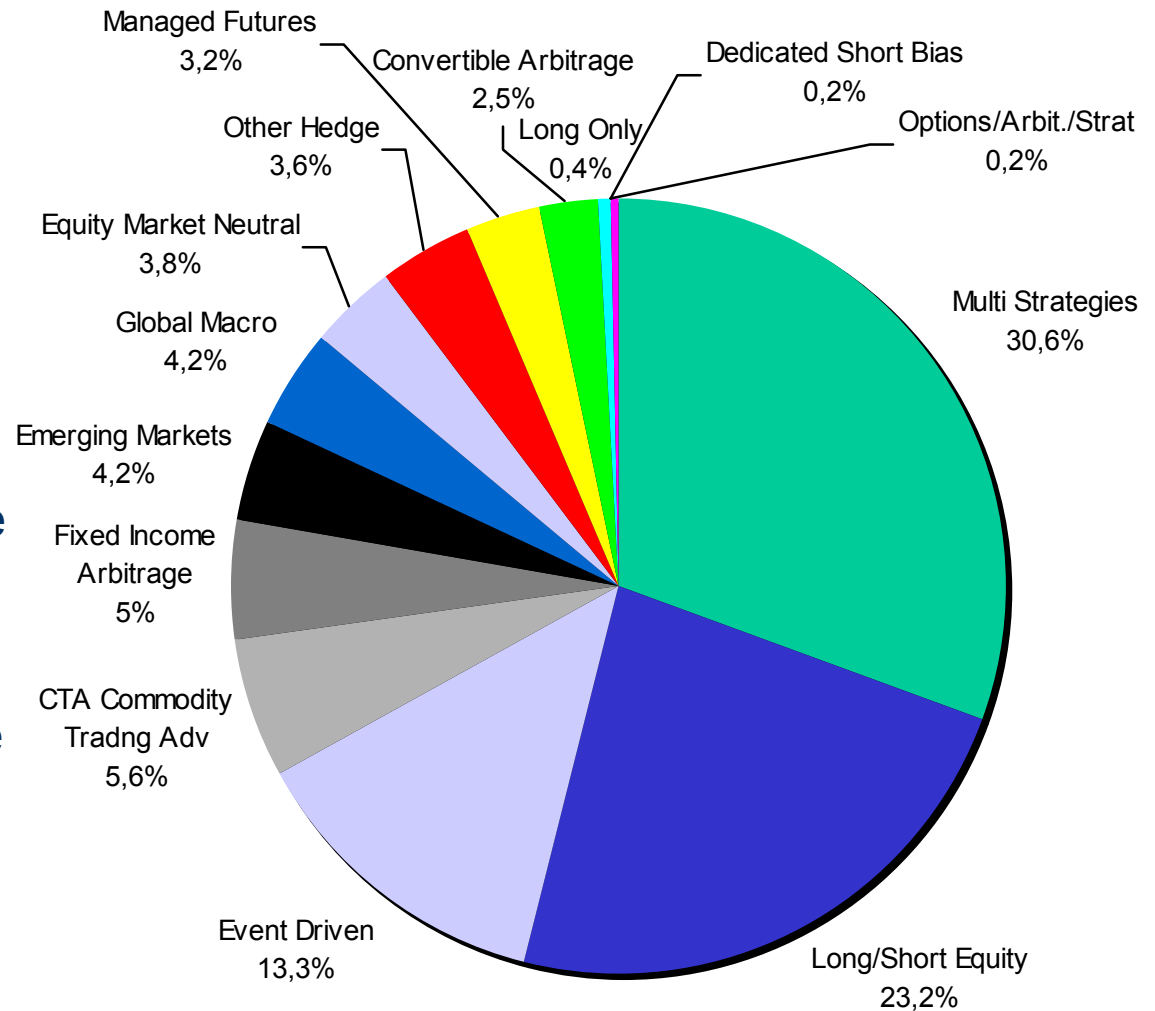
- Risk (Merger) Arbitrage
- Distressed

■ Market Neutral

- Fixed Income Arbitrage
- Convertible Arbitrage
- Equity Market Neutral

■ Multi-Strategy

■ Funds of Funds

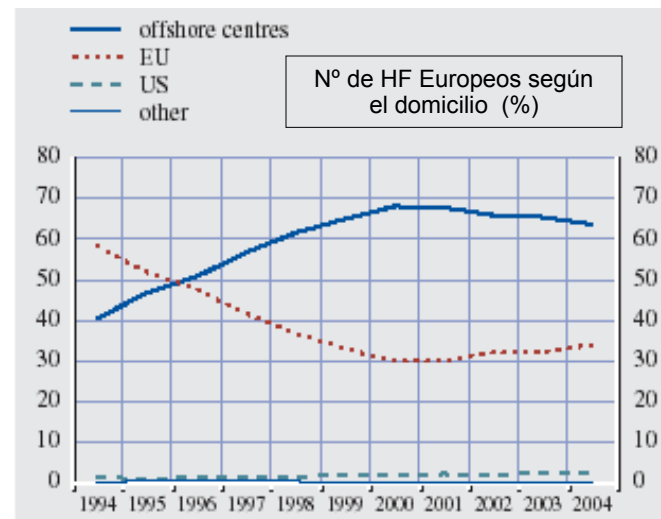
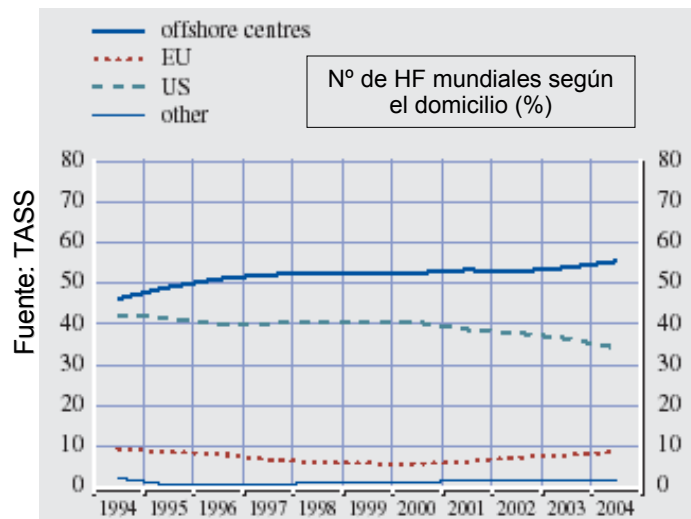


EXPERIENCIA INTERNACIONAL (III)

3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño (1)

domicilio (i)

- Paraísos fiscales “off-shore” son los domicilios ideales (bajo nivel de regulación y fácil registro y operativa): Islas Cayman, Islas Vírgenes Británicas, Bermudas y Bahamas.
- Nuevos HF han empezado a registrarse en jurisdicciones domésticas (Luxemburgo, Irlanda, Francia, Italia, Alemania, etc).
- En torno a un 70% de los HF europeos radican en Luxemburgo (40%) e Irlanda (30%). Los HF pueden cotizar en Bolsa.

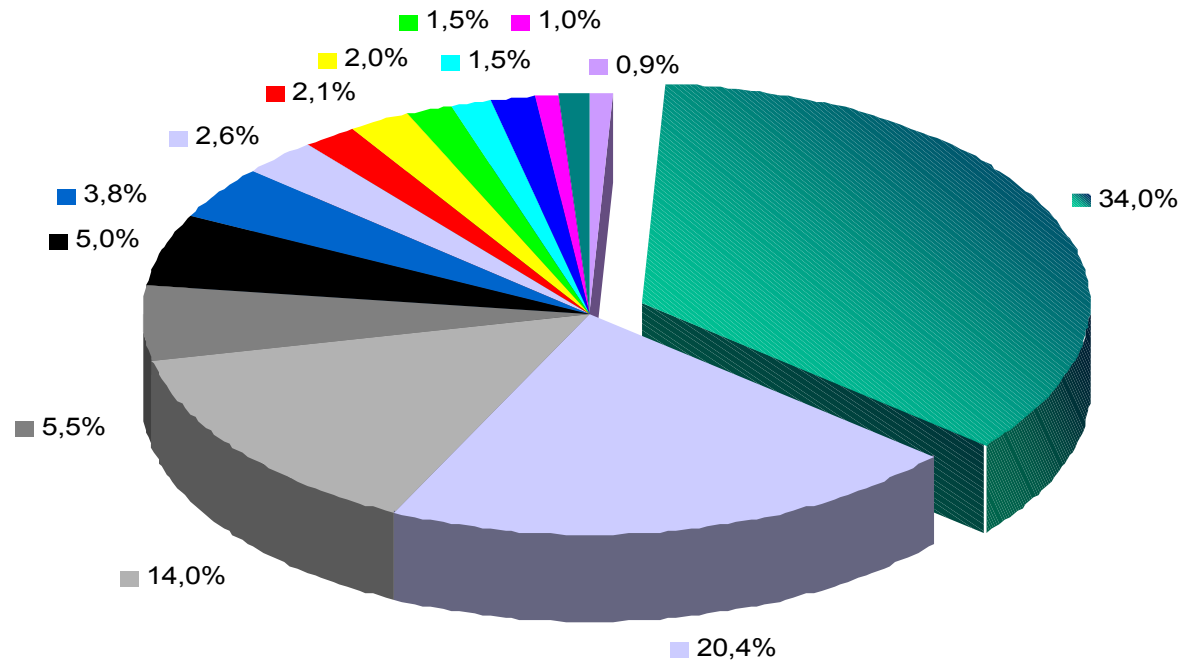


- En cambio, los gestores sí residen en los principales centros financieros.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (IV)

3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño (2)

domicilio (ii)

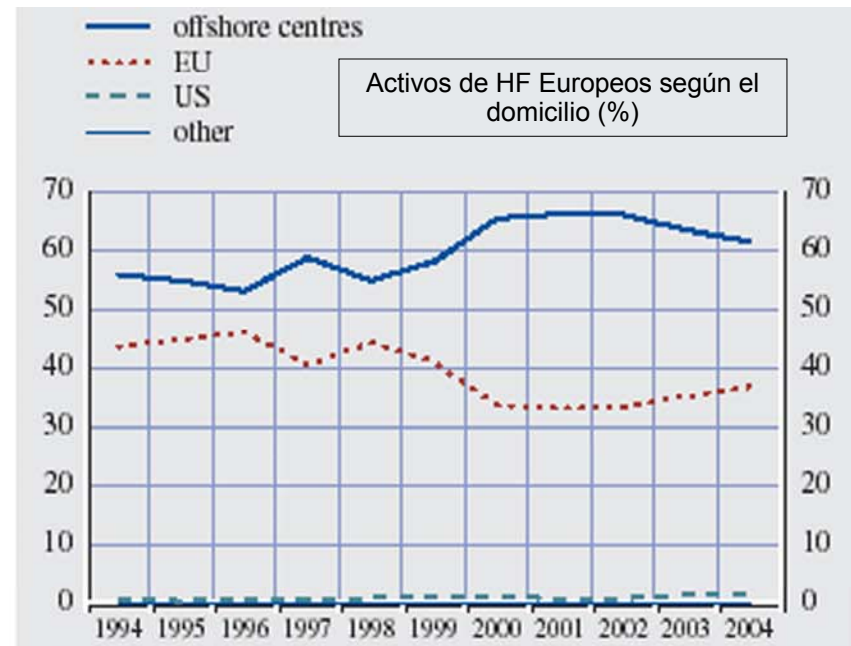
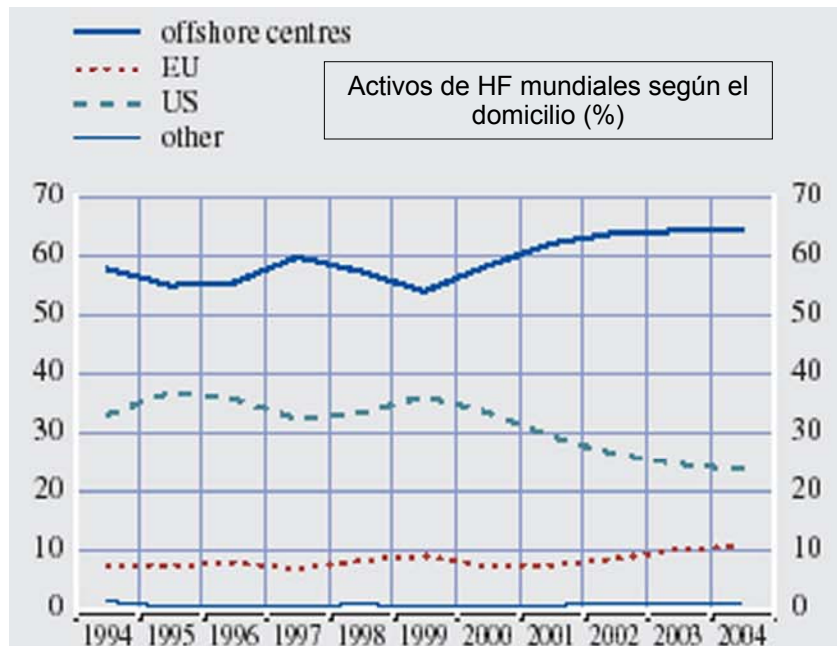


Suecia	Islas Caimán	USA	Islas Vírgenes Británicas
Bermudas	Luxemburgo	Francia	Bahamas
Guernsey	Antillas Holandesas	Italia	Irlanda
Dublín	Canadá	Suiza	

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (v)

3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño (3)

gestores (i)



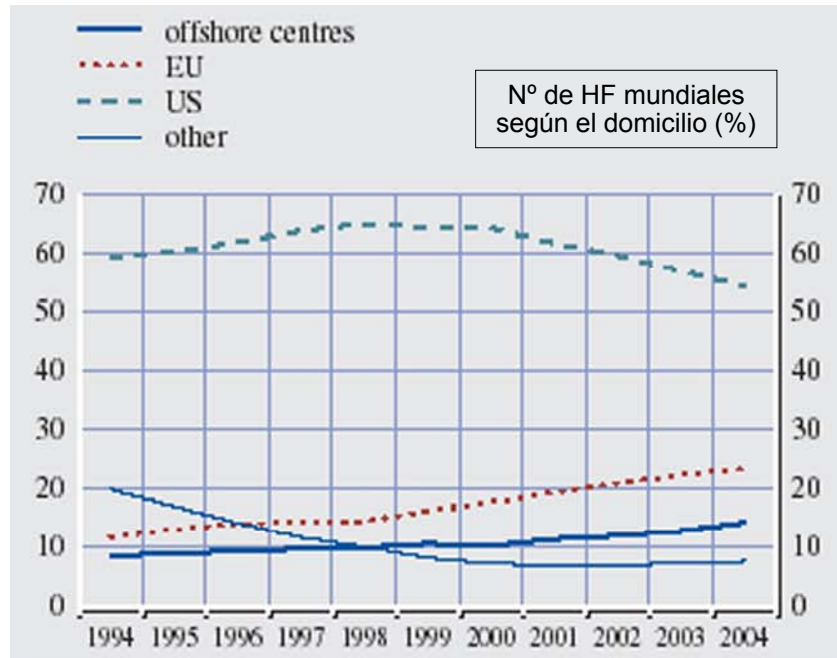
Fuente: TASS

- Gestores de HF en Europa y centros “off-shore” aumentan, en detrimento de los de Estados Unidos.

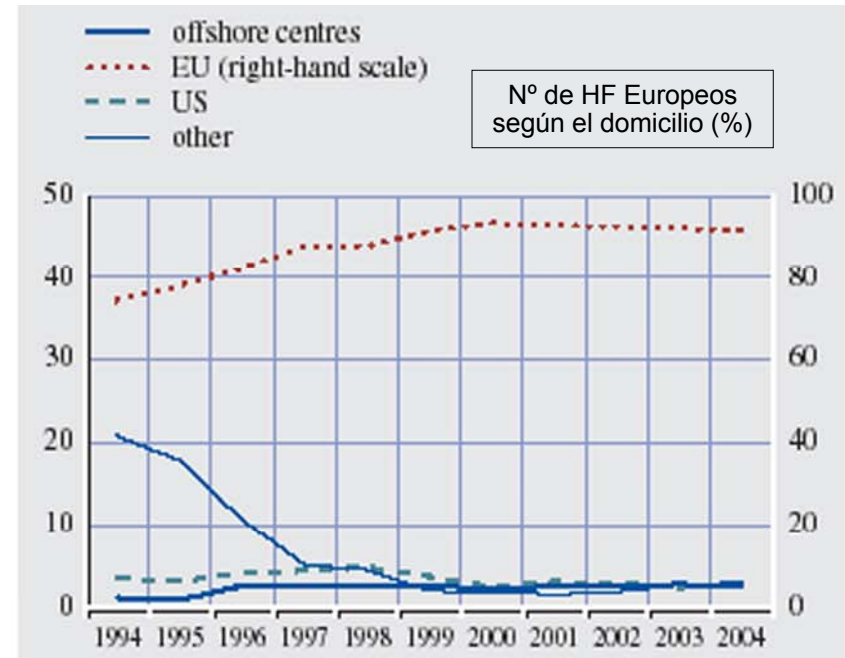
EXPERIENCIA INTERNACIONAL (VI)

3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño (4)

gestores (ii)



Fuente: TASS



- HF europeos suponen un 25-35% de la industria mundial

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (VII)

3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño (5)

gestores (iii)

DOMICILIO DE GESTORES DE HF EUROPEOS		
PAÍSES	Nº de GESTORAS	
Reino Unido	394	78
Francia	39	8
Suecia	18	4
Finlandia	12	2
Irlanda	12	2
Alemania	8	2
España	6	1
Italia	5	1
Holanda	5	1
Austria	3	1
Dinamarca	1	---
Portugal	1	---
Bélgica	---	---
Grecia	---	---
Luxemburgo	---	---
TOTAL EU15	504	100
Suiza	36	7
Estados Unidos	29	6
Noruega	4	1
TOTAL	573	114

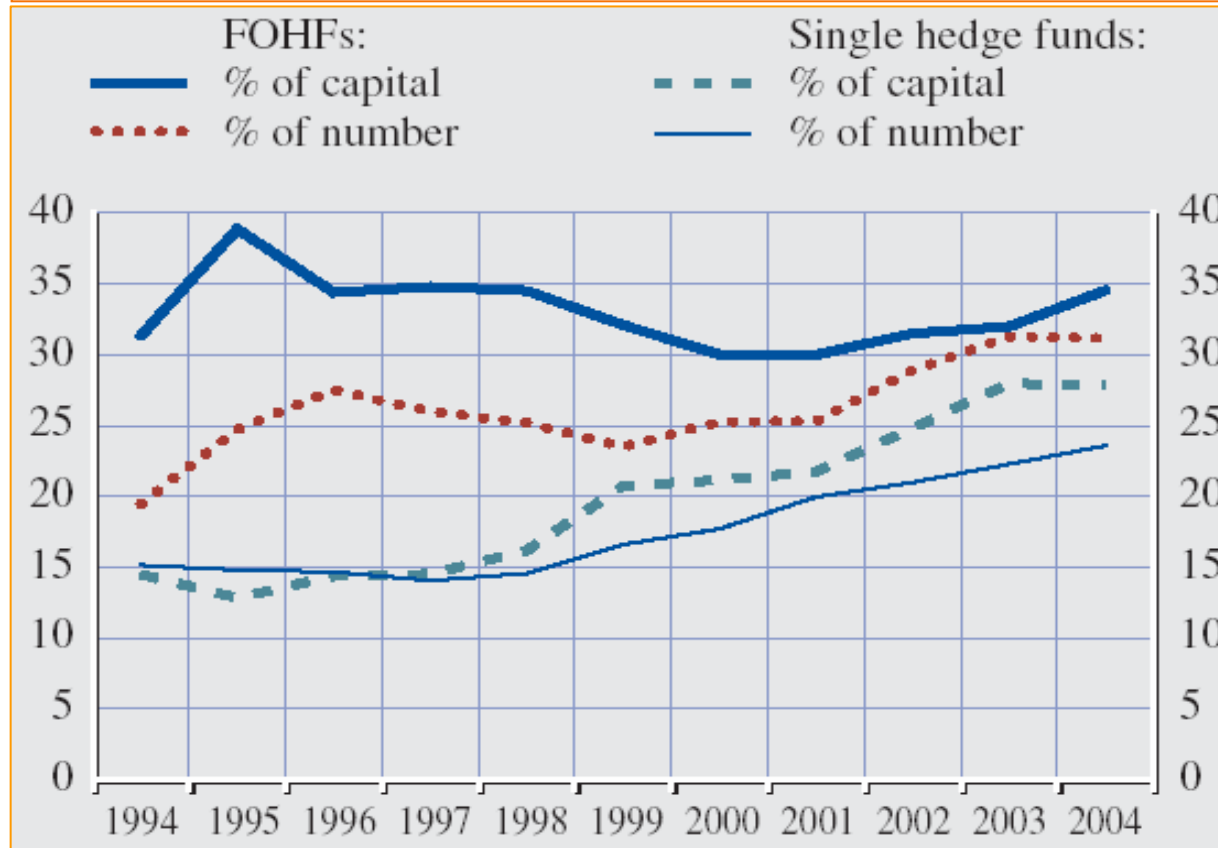
- HF europeos gestionados casi en su totalidad en la UE (más del 60% de los gestores localizados en Londres, y un 15% en París).

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (VIII)

3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño (6)

gestores (iv)

EU HEDGE FUNDS



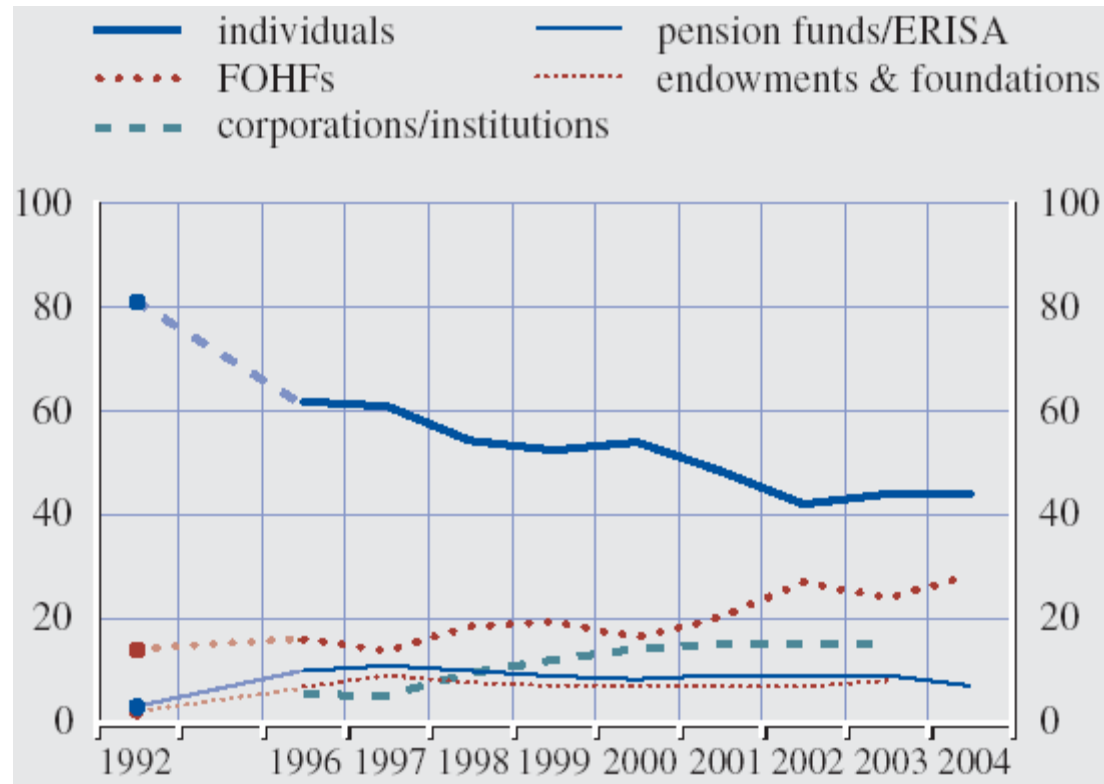
- Fondos de HF europeos han recuperado recientemente la cuota de mercado que tuvieron en los años 90.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (IX)

3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño (7)

inversores

- Durante mucho tiempo, los inversores con altos patrimonios eran los dominantes.
- Recientemente, los inversores institucionales toman posiciones.



EXPERIENCIA INTERNACIONAL (x)

3. Domicilio, gestores, inversores y tamaño (8)

tamaño

- La gran mayoría de los HF son pequeños (menos de 100 millones de dólares).
- El tamaño del HF no es concluyente para su rentabilidad, aunque sí hay evidencias de que los pequeños son más rentables que los de mayor tamaño.

	FONDOS OFFSHORE			TOTAL FONDOS			FONDOS UE		
	≤\$100m	≤\$100m ≤\$1b	>\$1b	≤\$100m	≤\$100m ≤\$1b	>\$1b	≤\$100m	≤\$100m ≤\$1b	>\$1b
2004									
Número de Fondos (%)	63	35	2	67	31	2	59	39	2
Activos (%)	12	65	23	15	66	19	12	69	19
Tamaño medio (\$m)	31	310	1.433	31	302	1.416	34	293	1.334
2002									
Número de Fondos (%)	64	33	3	---	---	---	---	---	---
Activos (%)	9	48	43	---	---	---	---	---	---
Tamaño medio (\$m)	32	304	2.687	---	---	---	---	---	---

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (XI)

4. Evolución reciente

- Suscripciones en 2007 (Enero-Marzo): 17,2 billones de Dólares.
- Patrimonio gestionado: más de 1 billón de Dólares (más 0,3 billones en “managed accounts”).
- Entre 1993 y 2004: crecimiento anualizado del 27%.
- Industria crecientemente institucionalizada por las entidades financieras, que han registrado sus propios HF para ofrecer a sus clientes.
- Los costes de gestión se están incrementando (regulación más compleja, fiscalidad y normativa de blanqueo de capitales).

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (XII)

5. Iniciativas en Europa y Estados Unidos

EUROPA

Informe John Purvis (Parlamento Europeo)

- ▣ Propuesta en 2003: SAIV (Sophisticated Alternative Investment Vehicle)
- ▣ Preferible para los minoristas que los HF se domicilien en Europa (mejor supervisión): pasaporte europeo es deseable.
- ▣ Los HF deberían regularse con menores exigencias que las UCITS.
- ▣ HF ofrecidos a minoristas: deben tener mayores requisitos de información; deben informar sobre sus compromisos; y las gestoras deberían tener un adecuado control de los riesgos.

Libro Verde / Blanco Comisión Europea

- ▣ Grupo de Trabajo para analizar una regulación común

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (XIII)

5. Iniciativas en Europa y Estados Unidos

EEUU

Rule 203 (b), julio 2004

- Registro obligatorio en la SEC de los asesores/gestores de HF con más de 14 inversores.
- Finalidad:
 - Facilitar información (número de HF, patrimonio gestionado e identidad de los asesores)
 - Examinar a los asesores/gestores
 - Mejorar la publicidad
- Estimaciones preliminares: 2700 asesores/gestores registrados.
- Objetivo de la SEC: inspeccionar a estos asesores/gestores.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (XIV)

6. Regulación jurídica en la UE: Informe EFAMA (1)

IIC PARA INVERSORES INSTITUCIONALES				
PAÍSES	DENOMINACIÓN	ACTIVOS APTOS	LÍMITE INVERSIÓN	INVERSIÓN MÍNIMA
Alemania	fondos con riesgos adicionales	cualquier activo, excepto inmuebles	≤ 50% activos aptos ≤ 10% un sólo activo ≤ 30% capital riesgo	NO
España	IIC de inversión libre	cualquier activo financiero	NO. Cinco veces endeudamiento	50.000 €
Francia	OPCVM Aria OPCVM contractuels FCIMT	OPCVM Aria IIC especiales FCIMT	NO (folleto)	* 125.000 ó 10.000 € (si cumple req.Directiva Folleto) * No para inversores cualificados o empresas
Irlanda	No denominación específica (PIF, QIF)	cualquier activo	≤ 20% sólo activo (PIF)	PIF: 125.000 € QIF: 250.000 €
Italia	fondi speculativi	cualquier activo	NO	500.000 €
Luxemburgo	IIC que persiguen estrategias de inv. alternativas	cualquier activo, incluso metales preciosos (si aprobac. CSSF)	límites en ventas a corto y préstamos	NO
Portugal	fondos especiais de investimento	cualquier activo	NO (folleto)	15.000 - 30.000 €
Suecia	fondos no armonizados	cualquier activo financiero	NO	NO
Suiza	otros fondos	cualquier activo, excepto "commodities"	límites en ventas a corto y en préstamos	NO

EXPERIENCIA INTERNACIONAL (y xv)

6. Regulación jurídica en la UE: Informe EFAMA (2)

IIC DE FONDOS PARA INVERSORES MINORISTAS					
PAÍSES	ACTIVOS APTOS	LÍMITE INVERSIÓN	REEMBOLSOS	INFORMACIÓN A PARTÍCIPE	INVERSIÓN MÍNIMA
Alemania	sólo fondos de inversión alternativa. F. extranjeros (coop.blanqueo capital)	≤ 20% un sólo fondo ≥ 50% en IIC ≤ 2% fondos por Gestora	Trimestrales	Semestral	NO
España	IIC de inversión libre (OCDE supervisión)	≥ 60% en IIC	Trimestral/Semestral plazo preaviso: 30 días	Trimestral / Semestral	NO
Francia	F.Extranj.(coop blanqueo capital y no GAFI)	5 - 10 - 40% NO inversión en FFF	OPCVM Aria: mensual OPCVM contract.: trim. lockup: 2 años plazo preaviso: 3 meses	Semestral	10.000 € NO: inversores cualificados
Irlanda	QIF: cualquier activo PIF: F. Extranjeros protección similar al inversor	≤ 20% única IIC ≤ 20% IIC por Gestora	Plazo pago: 95 días	Semestral	PIF: 25.000 € QIF: 250.000 €
Italia	cualquier activo	NO	Folleto	Semestral	500.000 €
Luxemburgo	cualquier activo	≤ 20% única IIC	Folleto	Semestral	NO
Portugal	cualq. activo (no inmuebles)	NO	Folleto	Semestral	15.000 €
Suecia	---	NO	Mensual/Trimestral	Semestral	NO
Suiza	---	≤ 20% un sólo fondo	---	Semestral	NO

REGULACIÓN EN ESPAÑA (I)

1. Real Decreto 1309/2005, OM y Circular CNMV 2006



Necesidad de una mayor flexibilidad: Adecuación de la regulación española al funcionamiento real de los mercados internacionales de “*hedge funds*”



REGULACIÓN EN ESPAÑA (II)

2. Configuración de las (IIC de) IICIL

	IICIL	IICIICIL
Características de la IIC	• No sujeción a las restricciones del RIIC en materia de inversiones • Endeudamiento= Patrimonio*5 • Menor frecuencia de cálculo VL (hasta semestral) • Sin límites máximos en comisiones • Posibilidad de suscripciones y reembolsos en activos	• Inversión mínima 60% de su patrimonio en IICIL (al menos 6 distintas) • Menor frecuencia de cálculo VL (hasta semestral) • Sin límites máximos en comisiones
Características del inversor	• Desembolso inicial mínimo de 50.000 euros • Comercialización activa reservada a inversores cualificados • Suscripción de un documento de consentimiento • Mínimo 25 inversores	• Sin desembolso inicial mínimo • Comercialización activa a cualquier inversor (requisitos MIFID) • Suscripción de un documento de consentimiento
Características de la SGIIC	• Sistema de gestión de riesgos • Medios humanos y materiales • Procedimiento de selección de inversiones	

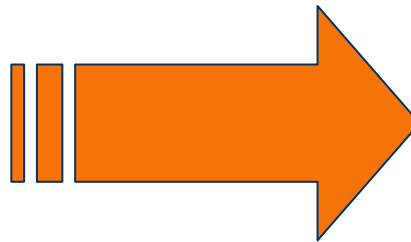
REGULACIÓN EN ESPAÑA (III)

3. Novedades del Real Decreto 362/2007 (1)

Intenso diálogo con la industria: Recogida gran parte de las modificaciones propuestas por INVERCO

+ flexibilidad en
suscripciones y
reembolsos

+ flexibilidad en
comisiones



+ información en
el folleto

REGULACIÓN EN ESPAÑA (IV)

3. Novedades del Real Decreto 362/2007 (2)

Régimen de suscripciones y reembolsos

- ▣ Establecimiento de **límite máximo al importe de los reembolsos** (+ prorrateo)
- ▣ **No otorgamiento de derecho de reembolso** en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo
- ▣ Establecimiento de **períodos mínimos de permanencia**
- ▣ Establecimiento de **preavisos** para suscripciones y reembolsos
- ▣ Plazos máximos de **pago de reembolsos**: hasta 9 meses desde el preaviso para las IICIL (6 meses para IICIICIL)

REGULACIÓN EN ESPAÑA (v)

3. Novedades del Real Decreto 362/2007 (3)

Comisiones

- ▣ No se les aplican los *límites máximos* de comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso del Reglamento, ni tampoco las *formas de cálculo*.

Régimen de inversiones

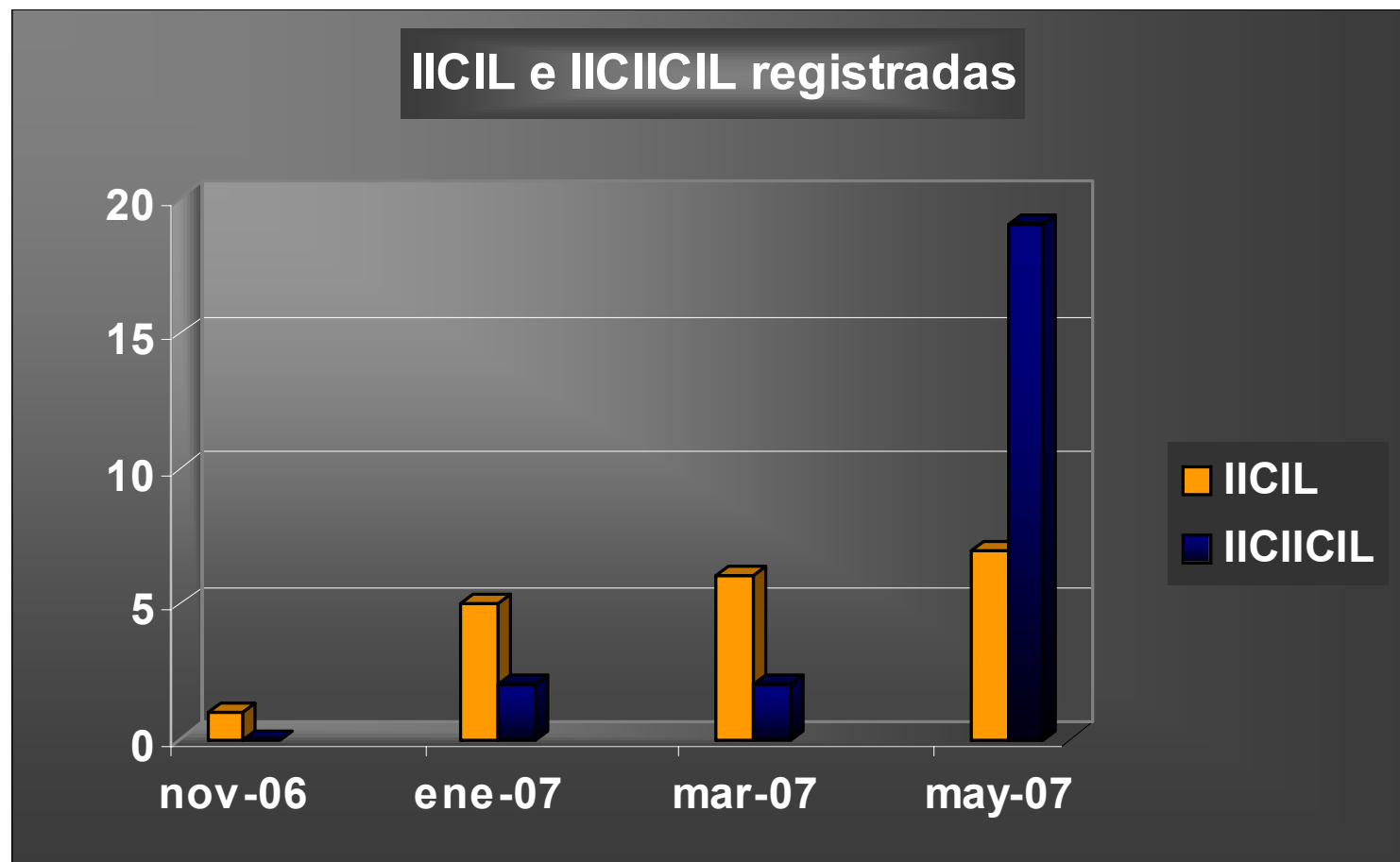
- ▣ Para IICIIICIL: Posibilidad de invertir en otras IIC que inviertan menos de un 60% en IICIL.

Estructuras *master-feeder*

- ▣ Posibilidad de inversión en **fondos de la misma gestora**.

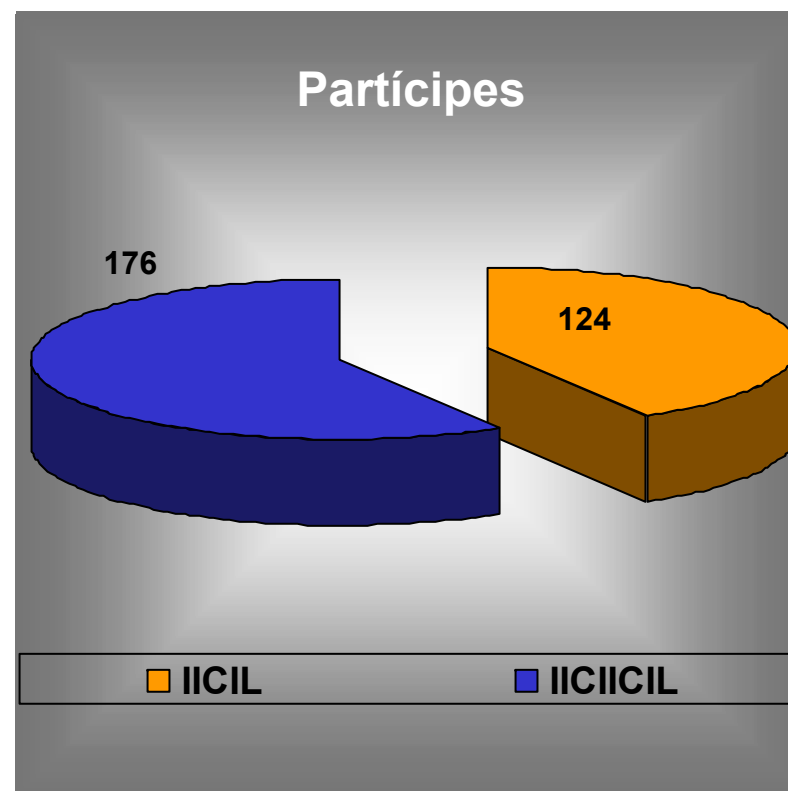
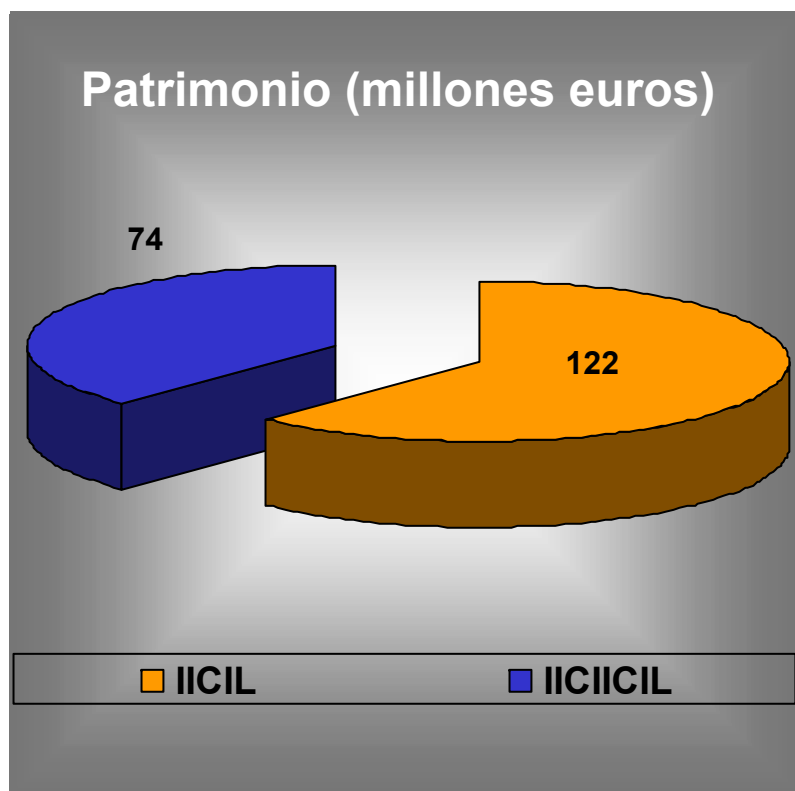
REGULACIÓN EN ESPAÑA (VI)

4. Desarrollo en España (1)



REGULACIÓN EN ESPAÑA (VII)

4. Desarrollo en España (2)

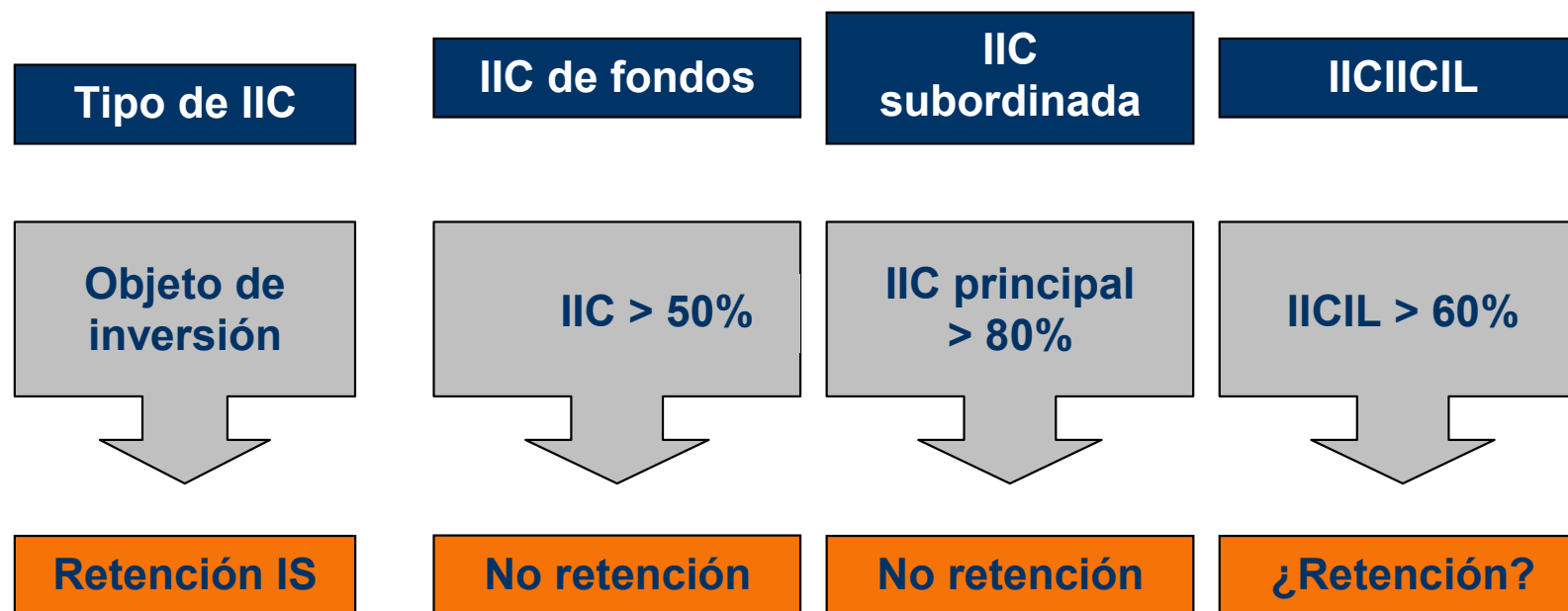


Datos a 31 de mayo de 2007

REGULACIÓN EN ESPAÑA (VIII)

5. Cuestiones pendientes (1)

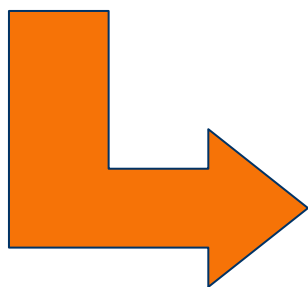
Artículo 59 t) Reglamento de la Ley del Impuesto de Sociedades



REGULACIÓN EN ESPAÑA (y IX)

5. Cuestiones pendientes (2)

- ❑ Desarrollo del régimen de utilización de ***valores liquidativos estimados***
- ❑ Desarrollo del grado de detalle con el que las (IIC de) IICIL deben suministrar ***información sobre su cartera de títulos***



Habilitación a la CNMV