

Hedge funds, riesgo bancario y disciplina de mercado

Eduardo José Menéndez Alonso*

Recientemente, a raíz de la crisis subprime, se ha puesto de manifiesto una creciente preocupación por la exposición del sistema bancario a la actividad de los hedge funds. En este artículo se describen las principales fuentes de riesgo inducidas por el fuerte componente especulativo y el alto nivel de apalancamiento con el que desarrollan su actividad estos vehículos de inversión. Por último, se proponen una serie de parámetros e indicadores relacionados cuya inclusión en los informes financieros periódicos de las entidades de crédito de ámbito global podrían contribuir a mejorar el nivel de transparencia informativa y facilitar la disciplina de mercado, en línea con los postulados de Basilea II.

Palabras clave: sistema bancario, riesgo financiero, información económica.

Clasificación JEL: G15, G21.



COLABORACIONES

1. Introducción

La creciente expansión de la industria de *hedge funds* en los últimos años y su importancia como participantes activos en los mercados financieros ha motivado un intenso debate acerca del papel de estas instituciones financieras y sus efectos sobre la estabilidad e integridad del sistema financiero internacional. Así se pone de manifiesto en los últimos Informes de Estabilidad Financiera elaborados por diversos organismos internacionales (1). Esta preocupación se ha acentuado a partir de la aparición de episodios de colapso de *hedge funds*, tales como LTCM

en 1998 y más recientemente Amaranth en 2006 (2). Factores tales como el interés por el crecimiento y la diversificación de las fuentes del negocio bancario, el empleo de los *hedge funds* como vendedores de protección para los productos financieros derivados o estructurados ofrecidos a una parte de la clientela o la ampliación de las posibilidades de *trading* han motivado un incremento de la actividad desarrollada por el sistema bancario con la industria de *hedge funds*.

(2) Long Term Capital Management fue creado en 1994 por John Meriwether, un alto ejecutivo de Salomon Brothers, y contaba entre los miembros de su Consejo con la presencia de Myron Scholes y Robert Merton, quienes compartieron el premio Nobel de Economía de 1997. La crisis financiera asiática en 1997 y el colapso de la deuda rusa en agosto del año siguiente le ocasionaron unas pérdidas de 4.600 millones de dólares. Amaranth experimentó una pérdida de 6.500 millones de dólares, el mayor colapso de la historia del sector, tomando posiciones especulativas en futuros sobre el gas natural.

* Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad. Universidad de Oviedo.

(1) Véanse, por ejemplo, los últimos Informes de Estabilidad Financiera del Fondo Monetario Internacional.

En su acepción más habitual se entiende por *hedge fund* un vehículo colectivo de inversión que presenta las siguientes características:

— Bajo grado de regulación de su actividad financiera.

— Ausencia de restricciones en cuanto a su política de inversiones: tipos de instrumentos financieros, divisas o mercados.

— Institución domiciliada en general en centros financieros *offshore*.

— Estructura de comisiones vinculada a la rentabilidad obtenida. En ocasiones, la comisión del gestor está condicionada a que el *hedge fund* alcance un umbral mínimo de rentabilidad (*hurdle rate*). Además, en el cálculo de la comisión por *performance* se suele fijar habitualmente una «marca de agua» (*high water mark*), de forma tal que el gestor no será retribuido si el *Net Asset Value* por acción del fondo no supera el nivel máximo alcanzado por este parámetro en periodos anteriores (3).

— Intermediario inicialmente orientado hacia inversores institucionales e individuos de rentas altas, aunque con una tendencia en la actualidad hacia el mercado minorista.

— Uso intensivo del apalancamiento financiero, de forma tal que el importe tomado a préstamo por el *hedge fund* representa un múltiplo elevado de las aportaciones realizadas por los inversores.

— Un amplio espectro de estrategias de inversión, muchas de las cuales muestran un perfil altamente especulativo, entre las que cabe citar:

● *Event driven*. Diseño de estrategias de anticipación de movimientos del precio de los valores bursátiles inducidos por situaciones o eventos específicos de los

emisores (situaciones concursales, movimientos corporativos,...).

● *Global macro*. Anticipo de cambios en el escenario macroeconómico global (variaciones en tipos de interés, tasa de inflación, divisas,...) utilizando distintos Instrumentos y mercados financieros.

● *Convertible arbitrage*. Explotación de posibles ineficiencias temporales de precios entre los valores convertibles y el precio de las acciones vinculadas.

● *Short selling*. Venta al descubierto de valores, anticipando tendencias bajistas en los mercados financieros.

● *OTC Derivatives*. Operativa con derivados no estandarizados, asumiendo, en ocasiones, una alta exposición al riesgo de contrapartida.

● *Pairs trading*. Diseño de estrategias de comportamiento relativo en dos valores o índices de referencia, aprovechando discrepancias temporales entre su correlación histórica y actual.

● *Emerging markets*. Operativa especializada en mercados emergentes.

● *Fundamental value*. Búsqueda selectiva de activos financieros infravalorados.

● *Activist strategy*. Toma de posiciones en sociedades cotizadas, con el propósito de ejercer cierta influencia sobre la gestión.

— Presencia de periodos prolongados iniciales de inmovilización de la inversión, lo que expone al inversión a periodos de iliquidez, así como políticas restrictivas de rescate que incluyen fuertes comisiones de penalización.

— Diseño de objetivos de rentabilidad absoluta con independencia de la evolución del mercado.

— Falta de transparencia acerca de la política de inversiones, en aspectos tales como el grado de concentración de la cartera por contrapartes, por tipo de instrumento financiero, por divisas o por áreas económicas (4).



COLABORACIONES

(3) Este mecanismo —también denominado *loss carry-forward provision*— está diseñado para proteger al inversor de posibles comportamientos del gestor orientados a incrementar la volatilidad del valor liquidativo del fondo.

2. Factores de riesgo para el sistema bancario

A diferencia de los fondos de inversión, los *hedge funds* recurren a altos niveles de apalancamiento para financiar sus posiciones en los mercados financieros, lo que representa una fuente adicional de exposición al riesgo de crédito para el sistema bancario. El sistema bancario proporciona diversas formas de financiación al sector de *hedge funds*, entre las que destacan la financiación convencional para financiar sus estrategias de inversión apalancadas, la apertura de líneas de crédito para atender a posibles tensiones de liquidez a corto plazo o para no incurrir en el coste de oportunidad relacionado con pérdidas de rentabilidad de inversiones potenciales ante una falta de disponibilidad inmediata de fondos, o las actividades relacionadas con el préstamo de valores. En este sentido, las entidades financieras deben adoptar criterios estrictos en cuanto a la aceptación de riesgos con estos intermediarios (5).

Es preciso analizar la posible existencia de factores de vulnerabilidad intrínseca, dada la naturaleza de los *hedge funds*. Es posible que en ciertos escenarios el fondo

carezca de liquidez para afrontar sus compromisos financieros a corto plazo, o no sea capaz de respetar el nivel de liquidez impuesto contractualmente por las entidades de crédito que financian su actividad, lo que expone al *hedge fund* al riesgo de liquidación forzada de parte de sus activos en condiciones financieras adversas. Este riesgo podría materializarse por factores como desajustes temporales entre los flujos financieros percibidos por el fondo y sus compromisos financieros, o bien por una demanda inesperada de rescates anticipados por parte de los inversores (6).

Además, las entidades de crédito que aportan financiación a los *hedge funds* suelen incluir provisiones o cláusulas contractuales de carácter resolutivo que les facultan, por tanto, para exigir la amortización anticipada de la financiación si el *hedge fund* supera ciertos umbrales prefijados, expresados generalmente en función del porcentaje de caída en el valor de activo neto durante un cierto periodo de tiempo —*NAV decline triggers*—. El elevado apalancamiento es una fuente adicional de vulnerabilidad para los *hedge funds*: los fondos con un elevado *leverage* pueden sufrir la pérdida total de su capital —*capital buffer*— en escenarios de *stress* o condiciones financieras adversas, como puso de manifiesto el caso de LTCM en 1998 o Amaranth en 2006 (7). Las entidades de crédito deben tener presente la exposición indirecta al sector en la medida en que hayan aceptado riesgos de otras

(4) El primer *hedge fund* fue diseñado en 1949 por Alfred Winslow Jones, sociólogo y periodista especializado en finanzas, pionero en la utilización sistemática de la operativa *short selling*, el apalancamiento y un esquema de retribución basado en resultados. El término *hedge fund* apareció por primera vez en 1966 en un artículo de la revista *Fortune* en el que se evidenciaba la mejor *performance* de este instrumento respecto a los fondos de inversión convencionales. Debe advertirse que la expresión *hedge fund* es equívoca puesto que generalmente el término inglés *hedge* se utiliza para hacer referencia a transacciones orientadas a la cobertura o reducción de los riesgos de mercado.

(5) Adviértase que un excesivo apalancamiento crea en los gestores un incentivo a adoptar estrategias financieras más agresivas. Además, en la medida en que un número creciente de *hedge funds* opten por estrategias similares de inversión tenderán a obtener niveles menores de rentabilidad, lo que le inducirá a incrementar de forma significativa su nivel de apalancamiento, especialmente en contextos bajistas de tipos de interés.

(6) Esta última fuente de riesgo es controlado por el fondo mediante diferentes mecanismos, tales como la fijación de un periodo de bloqueo inicial —*initial lock-up*—, el establecimiento de fuertes comisiones de penalización en caso de rescate anticipado o mediante la reducción de la frecuencia de ejercicio del derecho de rescate.

(7) Existe una dificultad para estimar el grado de *leverage* de un *hedge fund*, debido a la falta de transparencia, a que una parte de la inversión está a su vez canalizada a través de otros *hedge funds*, o al empleo intensivo de derivados financieros o derivados de crédito y otros instrumentos financieros complejos.



COLABORACIONES

entidades que a su vez hayan financiado o estén expuestas de forma significativa al sector de *hedge funds*.

También debe mencionarse una fuente potencial de riesgo sistémico generada por los *hedge funds*, en la medida en que la posible quiebra de un *hedge fund* de gran tamaño provoque una reacción en cadena que desencadene quiebras en otros fondos, así como problemas de solvencia graves en entidades de crédito con peso relevante dentro del sistema financiero internacional. El cierre simultáneo de posiciones abiertas de un grupo significativo de *hedge funds* —*crowded trading*— podría ocasionar problemas temporales de liquidez y episodios de elevada volatilidad, especialmente en mercados poco profundos. Si además otros intermediarios se ven forzados a vender activos para atender *margin calls* o para limitar sus pérdidas, esta reacción en cadena podría agravar el impacto inicial. Otros factores que podrían generar este proceso son la tendencia al comportamiento mimético de los gestores (8) y el llamado

«riesgo de convergencia de estilos», esto es, que haya un número crítico de *hedge funds* con la misma estrategia de gestión, que actúan en los mismos mercados, sobre los mismos activos financieros y que, por tanto, se puedan ver forzados a liquidar sus posiciones de forma simultánea. Además, en ocasiones otros intermediarios financieros, incluyendo el propio sistema bancario, muestran una cierta tendencia a adoptar estrategias de *trading* de naturaleza similar a las de los *hedge funds*, acentuando este riesgo ante una evolución adversa de los mercados financieros. Existe además un riesgo de percepción sesgada del nivel de liquidez en ciertos mercados, debido al importe volumen de negociación generado por los *hedge funds* —*distressed debt, credit derivative market*— que, en ocasiones de stress, podría convertirse en una liquidez tan solo aparente.

Los *hedge funds* recurren con frecuencia al uso de derivados OTC, lo que incrementa la exposición de las entidades de crédito al riesgo de contrapartida (9). Es posible que en ciertos escenarios un incumplimiento de los compromisos asumidos en el segmento de derivados OTC por uno o varios *hedge funds* podría erosionar de forma grave la solvencia de las entidades de crédito que no hayan sido riguro-

(8) El participante debe ser consciente que los gestores de fondos son reticentes a adoptar decisiones de inversión que potencialmente pudiesen menoscabar la reputación que han adquirido en su trabajo. Esta reticencia conduce a que sea racional en ciertos contextos adoptar un comportamiento mimético —*herd behavior*—, esto es, la tendencia a reproducir o imitar las decisiones de inversión de otros gestores, ignorando, por tanto, sus propias expectativas y percepción del mercado a la hora de gestionar el fondo. Aunque, desde el punto de vista social no es deseable, el mimetismo constituye una respuesta racional de un gestor preocupado por preservar la reputación adquirida. Las decisiones de los gestores de inversión son valoradas en función de la rentabilidad obtenida y en comparación con la rentabilidad media del sector. El comportamiento ajustado a las prácticas convencionales de inversión, sean racionales o no, es valorado en mayor medida que aquellas decisiones que divergen del comportamiento medio. Si el gestor de fondos tiene éxito en una decisión de inversión adoptada de forma no convencional es probable que reciba una simple felicitación, pero si se equivoca, lo más probable es que sea despedido. Este esquema de incentivos favorece, por tanto, el mimetismo en la gestión de fondos. Respecto a este comportamiento, es muy ilustrativa la frase «Nadie ha sido despedido por recomendar IBM», muy popular en Wall Street.

Este problema de *incentives* relacionado con la reputación fue reflejado magistralmente por John Maynard Keynes en su célebre frase: «*Wordly wisdom teaches us that it is better for reputation to fail conventionally than succeed unconventionally*».

(9) En los últimos años los grandes bancos internacionales han incrementado significativamente sus ingresos por comisiones generadas en el área de banca de inversión en sus relaciones con los *hedge funds*. Dentro del espectro de servicios ofrecidos por la banca de inversión a los *hedge funds* destacan la financiación de sus posiciones en los mercados financieros, el diseño y la contrapartida de transacciones con derivados OTC, así como la realización de las operaciones de *trading*. Además, algunas entidades de crédito han desarrollado gamas de productos financieros cuya rentabilidad está directamente vinculada a la *performance* de *hedge funds* y representan una fuente con gran potencial de negocio.



COLABORACIONES

sas en la gestión del riesgo de contrapartida. Existe una preocupación por parte de los bancos centrales sobre el posible efecto inducido por una agresiva competencia bancaria en este negocio de *hedge funds*. La competencia podría erosionar el rigor de la política de aceptación de riesgos de las entidades, primando el enfoque comercial sobre una perspectiva prudencial, lo que podría afectar a los siguientes aspectos: i) establecimiento de *margin calls*; ii) garantías y nivel de sobrecolateralización; iii) exigencia de transparencia sobre la política de inversión del fondo; iv) consideración del perfil de riesgo de su estrategia; v) posibilidad de aportar financiación no colateralizada; vi) fijación de «NAV Triggers» (10); o vii) estudio del grado de correlación de la exposición del fondo con la exposición al mercado de otros *hedge funds* que forman parte de la cartera de clientes de la entidad de crédito, a fin de evitar un exceso de concentración del riesgo (Weber, 2007). Además, las entidades de crédito están expuestas al riesgo legal en sus transacciones OTC con *hedge funds*, en la medida en que los mecanismos de compensación y las provisiones y acuerdos contractuales generen disputas jurídicas sobre su interpretación y ejecución.

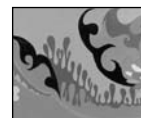
Es preciso afirmar que en ocasiones más que una transferencia de riesgos tiene lugar un proceso de transformación de riesgos desde el punto de vista de las entidades de crédito. Por ejemplo, si una en-

tidad de crédito contrata un *credit default swap* con un *hedge fund* como mecanismo para mitigar el riesgo de crédito asociado a un grupo específico de activos, la entidad ha transformado este riesgo de crédito en un riesgo de contrapartida con el fondo. Por este motivo, las entidades deben adoptar las mejores prácticas en la gestión del riesgo de contrapartida.

Los propios *hedge funds*, así como las entidades de crédito que los financian o que actúan como contrapartida en sus transacciones OTC, podrían incurrir en errores materiales en la valoración de los activos en que invierten, en la medida en que se trate de instrumentos complejos y generalmente ilíquidos. Existe un riesgo potencial, especialmente si la rentabilidad del fondo es mediocre, de que los gestores se vean tentados a sobrevalorar este tipo de inversiones. Las fórmulas de retribución de los gestores basadas en una orientación hacia el corto plazo podría incrementar de forma significativa este riesgo de sobrevaloración de la cartera.

Otra fuente relevante de exposición al riesgo está relacionada con el potencial deterioro de la reputación para las entidades de crédito que comercialicen *hedge funds* en la medida en que el asesoramiento financiero prestado al cliente no sea adecuado, o el producto comercializado no se ajuste al perfil de riesgo del cliente, lo que supone un quebranto de la llamada regla KYC (Know Your Customer). La cultura financiera del inversor junto con un asesoramiento financiero de calidad desarrollan un papel crítico en el proceso de selección de inversiones relacionadas con el negocio de *hedge funds*, lo que limita ciertos riesgos y sesgos de relevancia. El inversor debe ser consciente que una parte de la información pública disponible sobre el sector de *hedge funds* está orientada hacia el *reporting* con propósitos de *marketing*.

(10) Las entidades de crédito suelen fijar señales de alerta temprana con la finalidad de proteger su posición, ante un deterioro significativo del valor neto del *hedge fund* (NAV, Net Asset Value). La caída del NAV del fondo por debajo del umbral prefijado faculta a la entidad de crédito a requerir la amortización anticipada del préstamo. Una alerta basada en un umbral prefijado de caída del NAV refleja el deterioro del *hedge fund* derivado, tanto de una negativa *performance* o gestión desarrollada, como de los requerimientos de rescate anticipado solicitados por los inversores, aspecto que también podría menoscabar de forma significativa la solvencia del fondo.



COLABORACIONES

Estos aspectos son cada vez más relevantes en la medida en que se ha producido un fuerte desarrollo de la industria de *hedge funds* y una creciente participación directa o indirecta de los inversores minoristas en instrumentos financieros vinculados, fenómeno conocido como *retailisation*. El inversor debe ser advertido de la existencia de diversos sesgos vinculados a la inversión colectiva que, sin duda, podrían acentuarse si se canaliza el ahorro hacia productos de inversión libre o *hedge funds*.

A efectos de comparación, la serie histórica de datos está sujeta a una serie de sesgos de relevancia a la hora de seleccionar el producto más adecuado. Entre éstos, destacan el sesgo de supervivencia, la técnica de *cherry picking*, el sesgo de creación o el sesgo de autoselección. El recurso a la *performance* o rendimiento generado por el fondo en periodos anteriores no es siempre una garantía de calidad. Uno de los problemas reside en el llamado sesgo de supervivencia —*survivorship bias*—. El inversor debe ser consciente que, al analizar la rentabilidad histórica de *hedge funds*, la muestra actual de fondos disponibles en el mercado incluye la mayor parte de los fondos que han tenido éxito en el pasado, mientras que una parte sustancial de los fondos que han obtenido rendimientos mediocres en años previos no serán considerados, debido a que es muy probable que hayan sido liquidados o absorbidos por otros fondos. Este sesgo de supervivencia conduce a una sobrestimación de la rentabilidad histórica obtenida por un tipo determinado de fondos de inversión, lo que se traducirá en una previsión demasiado optimista sobre las expectativas de rentabilidad de estos instrumentos financieros. El inversor debe ser advertido de la relevancia de este sesgo en la industria de *hedge funds*. Algunos estudios revelan que

en torno al 30 por 100 de los nuevos *hedge funds* no sobreviven más allá de 3 años (Brooks y Kat, 2002). Algunas bases de datos sobre el sector de *hedge funds* tienden a sobrevalorar, por tanto, la *performance* histórica. Lógicamente, este sesgo es más acentuado si la información procede directamente de los gestores o no ha sido objeto de contraste o verificación independiente.

Además, las gestoras de fondos pueden asegurar de forma artificial la persistencia de resultados extraordinarios en los fondos —*outperformers*— mediante la técnica de la «recogida de cerezas» o *cherry picking*. La gestora inicia su actividad comercializando un numeroso grupo de fondos, y periódicamente decide liquidar o absorber aquellos fondos con rentabilidad mediocre —*underperformers*—. De esta forma, la gestora, al recoger solamente las «buenas cerezas», esto es, al mantener los mejores fondos, puede registrar de forma sostenible récord de rentabilidad. Incluso, si el fondo superviviente sólo alcanza una rentabilidad en el año corriente equiparable a los fondos de otras gestoras, sus registros de rentabilidad histórica serán más altos, debido a los periodos previos de *outperforming*.

El sesgo de creación —*creation bias*— representa otra distorsión adicional, relacionada con la anterior, pero aún más difícil de detectar. Este sesgo se deriva de la forma mediante la cual las gestoras lanzan nuevos fondos al mercado. Mediante la llamada «técnica de incubación», muy frecuente en el mercado norteamericano, las gestoras conceden recursos financieros a diversos gestores para que promuevan nuevos fondos. Tras un periodo de tiempo, la gestora selecciona solamente aquellos fondos que han obtenido los mejores rendimientos, los cuales serán promocionados entre el público de forma agresiva, mientras que los fondos con re-



COLABORACIONES

sultados mediocres serán silenciados y liquidados de forma discreta.

Por último, el sesgo de autoselección —*self-selection bias*— se deriva de la naturaleza voluntaria del *reporting* financiero en el sector de *hedge funds*, lo que crea un sesgo fuertemente alcista en la rentabilidad declarada, en la medida en que el conjunto de fondos que revela tal información no sea representativo del sector.

Además, se ha planteado el riesgo para el buen gobierno de las sociedades cotizadas derivado de adopción de ciertas prácticas, tales como las operaciones de *stock lending* durante las celebraciones de las Juntas Generales de Accionistas (11). La orientación hacia la obtención de resultados a corto plazo podría deteriorar la posición competitiva a largo plazo de las sociedades cotizadas —*misbehavior in shareholder activism*—. Resulta paradójico que el nivel de discrecionalidad y el grado de opacidad con el que los *hedge funds* desarrollan su actividad están inversamente relacionados con el que exigen a los gestores de las empresas cotizadas en las que invierten (Noyer, 2007; Prada, 2007).

Por último, existe una exposición directa adicional en la medida en que las entidades de crédito inviertan en *hedge funds*. Algunas entidades de crédito han optado por la inversión en *hedge funds* como mecanismo para mejorar el perfil rentabilidad-riesgo y nivel de diversificación de sus carteras. La inversión directa en *hedge funds* introduce una amplia gama de riesgos que las entidades de crédito pueden, en cierta medida, limitar mediante una adecuada *due diligence*, en aspectos tales como la falta de transparencia del fondo, la política de rescates, la

existencia de posibles problemas legales por sus actuaciones, el riesgo de un cambio de estrategia o estilo de gestión, sin anuncio previo a los inversores o la posible implicación del gestor en prácticas de manipulación del precio de los valores o utilización de información privilegiada.

3. El papel de la transparencia informativa

En síntesis, las entidades de crédito deben introducir distintas mejoras en la gestión del riesgo asumido con la industria de *hedge funds*. Es posible que la limitada transparencia del sector impida a las entidades de crédito disponer en tiempo real o, al menos, sin grandes retardos, de información acerca del nivel de *leverage* con el que opera el fondo o de la composición de su activo en cuanto a aspectos como los distintos instrumentos financieros en el que materializan sus inversiones, la distribución geográfica de los mismos o un detalle pormenorizado de la estrategia que desarrollan. Una mayor demanda informativa sobre estos parámetros permitiría a las entidades de crédito el establecimiento de límites internos en su relación con el sector de *hedge funds*, en cuanto a la exposición global al sector, exposición geográfica o por estilos de gestión, así como la posible fijación de límites prudenciales al nivel de apalancamiento asumido por el fondo. En la medida en que las entidades de crédito actúan como prestamistas, contrapartes y proveedores de un conjunto amplio de servicios financieros a la industria de *hedge funds*, una gestión bancaria prudente de sus relaciones con el sector limitaría de forma sustancial los potenciales efectos negativos sobre la estabilidad del sistema financiero.

El Nuevo Acuerdo de Capitales o Basilea II promueve en su Pilar III distin-

(11) Mediante esta técnica financiera se transfieren los derechos de voto durante la Junta General al tomador de las acciones, mientras que el riesgo económico a largo plazo de la inversión es soportado por el prestamista.



COLABORACIONES

tas medidas de incremento de la transparencia informativa de las entidades de crédito, con la finalidad de promover una mayor disciplina de mercado. Una mayor difusión de información económico-financiera de calidad debe permitir a los diversos agentes intervinientes en los mercados mejorar su nivel de percepción y análisis de la situación financiera de las entidades de crédito, así como su perfil de riesgo y la calidad de la gestión desarrollada por su equipo directivo. Esta mejora de la disciplina de mercado está inducida, tanto directamente por los accionistas, depositantes y titulares de deuda subordinada y preferente *shares*, como indirectamente, facilitando la labor de supervisión prudencial de los bancos centrales y la función de valoración del riesgo de crédito de los emisores llevada a cabo por las agencias de *rating*.

En este sentido, una información detallada en los Informes Anuales de las entidades de crédito y en el resto de documentos financieros periódicos acerca de su exposición global al sector de *hedge funds* contribuiría de forma sustancial a mejorar la disciplina de mercado, puesto que los inversores podrán valorar de forma más objetiva la calidad de la gestión directiva, así como completar el mapa de riesgos inherente a la actividad bancaria (12). Entre los indicadores o parámetros financieros de especial relevancia que, sin duda, mejoran la transparencia informativa relacionada con la industria de *hedge funds*, destacan los siguientes:

- *Financiación al sector de hedge funds / tier*. Esta ratio revela la importancia relativa de la exposición crediticia al sector de *hedge funds* respecto al capital regulatorio básico o de primera categoría

de la entidad de crédito. En otra versión, se puede utilizar el *core capital*, esto es el capital de máxima calidad, deduciendo de Tier 1 el importe vivo de las emisiones de participaciones preferentes que, en su caso, haya emitido la entidad.

- *Estructura de vencimientos de la financiación otorgada a hedge funds*.

- *Nivel de sobrecolateralización de la exposición*. Este indicador muestra en qué medida la exposición al sector de *hedge funds* está garantizada por ciertos activos. Este parámetro refleja la relación existente entre el fair value de las garantías o colaterales respecto al volumen de financiación otorgada o comprometida por la entidad de crédito.

- *Porcentaje de la financiación a hedge funds respaldada por activos no cotizados en mercados organizados*.

- *Importe de la financiación a hedge funds no colateralizada*.

- *Estructura de la financiación al sector de hedge funds por tipología de estrategias (event-driven, long-short, global marco...)* Las entidades de crédito deberían desglosar la exposición crediticia atendiendo al tipo de cada estrategia, revelando el perfil de riesgo de la misma.

- *Primas de riesgo aplicadas a la financiación al sector de hedge funds según tipo de estrategia, naturaleza del colateral o nivel de apalancamiento*. Esta información permite conocer si las entidades de crédito ajustan el spread o prima de riesgo en las operaciones de financiación al perfil de riesgo del sector *hedge funds*. La evolución temporal de las primas de riesgo permite al inversor identificar una posible relajación de los estándares de crédito inducidos por diversos factores: una mayor presión competitiva, mayor apetito por el riesgo, tendencia a adoptar comportamientos miméticos...

- *Inversión en hedge funds/ATM*. Importancia relativa de la cartera de inver-



COLABORACIONES

(12) Actualmente, la información sobre la exposición al sector de *hedge funds* es de alcance muy limitado en los Informes Anuales de los principales bancos internacionales o globales que operan activamente en este sector.

sión en *hedge funds* mantenida por el grupo bancario, expresada en términos de activos totales medios. El peso relativo de estas inversiones también se puede expresar en términos de porcentaje respecto al capital regulatorio.

- *Inversión en hedge funds/tier 1.*
- *Importe de las posiciones abiertas en derivados OTC cuya contrapartida sea un hedge fund.* Estimación del riesgo de contrapartida con el sector *hedge funds*.
- *Porcentaje de las posiciones abiertas en derivados OTC cuya contrapartida sea un hedge fund/tier 1.*
- *Comisiones y otros ingresos generados en el negocio de hedge funds/comisiones totales.* Peso relativo de las comisiones generadas por la actividad con *hedge funds*.
- *Comisiones y otros ingresos generados en el negocio de hedge funds/margen ordinario.* Importancia relativa o nivel de contribución al margen ordinario de las entidades de crédito de la operatoria con *hedge funds*.

Bibliografía

- [1] BROOKS, C.; KAT, H. M. (2002). «The statistical properties of hedge fund index returns and their implications for investors». *The Journal of Alternative Investments*, Fall, pp. 26-44.
- [2] INTERNATIONAL MONETARY FUND (2008): Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, abril 2008.
- [3] NOYER, C. (2007): «*Hedge funds: what are the main issues?*». BANQUE DE FRANCE. Financial Stability Review, Special Issue on *hedge funds*, abril 2007, pp. 105-111.
- [4] PRADA, M. (2007): «The world of *hedge funds*: prejudice and reality». BANQUE DE FRANCE. Financial Stability Review, Special Issue on *hedge funds*, abril 2007, pp. 127-135.
- [5] WEBER, A. A. (2007): «*Hedge funds: a central bank perspective*». BANQUE DE FRANCE. Financial Stability Review, Special Issue on *hedge funds*, abril 2007, pp. 161-168.



COLABORACIONES

ORDEN DE SUSCRIPCIÓN

☐ Solicito la suscripción que se detalla a continuación:

PUBLICACIONES PERIÓDICAS	ESPAÑA	EXTRANJERO
	1 año	1 año
☐ Boletín Económico de Información Comercial Española. (24 números/año, monográficos e índice anual)	☐ 81,10 € (1)	☐ 106,20 €
☐ Información Comercial Española. Revista de Economía (6 números/año e índice anual)	☐ 62,60 € (1)	☐ 74,90 €
☐ Cuadernos Económicos de Información Comercial Española. (Número suelto)	☐ 15,00 € (1)	
		Total

(1) Más 4% de IVA. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla.

DATOS

Nombre y apellidos
 Empresa
 Domicilio
 D.P. Población
 N.I.F.
 Teléf. Fax.
 Firma

FORMAS DE PAGO

- ☐ Transferencia a la cuenta del Centro de Publicaciones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
 BBVA. Pº de la Castellana, 148. 28046 MADRID (ESPAÑA)
CÓDIGO CUENTA CLIENTE:
0182-9091-52-0200000597

ORDEN DE PEDIDO

Título	Importe
Total	

Ejemplar suelto: **Boletín Económico de Información Comercial Española:**
 España 4,70 € + I.V.A. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla.
 Extranjero 8,00 € + I.V.A. (Según zona geográfica) (más 5,00 € de gastos de envío)
Información Comercial Española. Revista de Economía:
 España 12,40 € + I.V.A. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla.
 Extranjero 13,60 € + I.V.A. (Según zona geográfica) (más 5,00 € de gastos de envío)
Cuadernos Económicos de Información Comercial Española.
 España 15,00 € + I.V.A. Excepto Canarias, Ceuta y Melilla.

DATOS

Nombre y apellidos
 Empresa
 Domicilio
 D.P. Población
 N.I.F.
 Teléf. Fax.

FORMAS DE PAGO

- ☐ Transferencia a la cuenta del Centro de Publicaciones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
 BBVA. Pº de la Castellana, 148. 28046 MADRID (ESPAÑA)
CÓDIGO CUENTA CLIENTE:
0182-9091-52-0200000597



MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO
SUBSECRETARÍA
 DIVISIÓN DE INFORMACIÓN, DOCUMENTACIÓN Y PUBLICACIONES
 CENTRO DE PUBLICACIONES

Información y venta directa:

Paseo de la Castellana, 160. Vestíbulo. 28071 Madrid. Teléfono 91-349 49 68
 Paseo de la Castellana, 162. Vestíbulo. 28071 Madrid. Teléfono 91-349 36 47

Suscripciones y ventas por correspondencia:

Paseo de la Castellana, 160. Planta 0. 28071 Madrid. Teléfono 91-349 51 29 Fax 91-349 44 85

Suscripciones a través de la página web del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio:

<http://www.revistasice.com/RevistasICE/Suscripciones/pagFormulario.htm>

ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



Información:
Ministerio de Industria, Turismo y Comercio
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo
28071 Madrid
Teléf. 91 349 36 47

BOLETÍN ECONÓMICO

ICE

INFORMACION COMERCIAL
ESPAÑOLA



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE INDUSTRIA, TURISMO
Y COMERCIO

SECRETARÍA DE ESTADO
DE COMERCIO

SUBDIRECCIÓN GENERAL
DE ANÁLISIS, ESTRATEGIA
Y EVALUACIÓN