



PROYECTO FINAL EN INGENIERÍA INDUSTRIAL

**LOS HEDGE FUNDS COMO VEHÍCULO
ALTERNATIVO DE INVERSIÓN Y SU
POTENCIAL CRECIMIENTO EN
LATINOAMÉRICA**

Autor: Gonzalo Rodriguez Ponti

Tutor: Ing. Rifat Lelic

2011

RESUMEN EJECUTIVO

A partir de la investigación realizada sobre el funcionamiento de la industria de los hedge funds, tanto en mercados desarrollados como en emergentes se ha podido comprobar que este tipo de vehículos alternativos de inversión generan una fuerte expectativa en inversores profesionales que será sin lugar a duda el driver de crecimiento y expansión en los próximos años.

Mirando hacia el futuro se espera que Latinoamérica supere en rendimiento a otras regiones debido a las excelentes perspectivas de crecimiento de sus economías subyacentes, sostenido en los fuertes fundamentos macro de la región y el talento de los managers locales.

El presente trabajo, en función del análisis y la investigación realizada, identifica y reconoce los requerimientos operacionales claves necesarios para el establecimiento de un hedge fund en la región de Latinoamérica. Así mismo aporta el desarrollo de un proceso de implementación que asegure el lanzamiento exitoso del vehículo en cuestión

EXECUTIVE SUMMARY

From the research on the functioning of hedge funds industry, both developed and emerging markets, and the feasibility of new releases has been shown that this type of alternative investment vehicles generate a strong expectation in professional investors that is without doubt the driver of growth and expansion in the coming years.

Looking to the future it is hoped that Latin America outperforms other regions due to strong growth prospects of their underlying economies, sustained strong macro fundamentals of the region and the talent of local managers.

This paper, based on the analysis and research, identifies and recognizes the key operational requirements necessary for the establishment of a hedge fund in the region of Latin America. It also contributes the development of an implementation process to ensure the successful launch of the vehicle.

TABLA DE CONTENIDOS

1.	INTRODUCCIÓN.....	1
2.	MARCO CONCEPTUAL.....	3
2.1.	¿Qué es un hedge fund?	3
2.2.	Historia y Origen.....	6
2.3.	Principales Características	11
2.3.1.	Rol del Manager	13
2.3.2.	Beneficios de los hedge funds.....	15
2.3.3.	Transparencia	16
2.3.4.	Estructura de comisiones	18
2.3.5.	Estructura de los hedge funds.....	21
2.3.6.	Proveedores de servicios	26
2.3.7.	Manejo del riesgo	32
2.4.	Estrategias.....	35
2.4.1.	Categorización de los hedge funds en función de las estrategias.....	38
2.5.	Comparación con mutual funds	40
2.6.	Estadísticas de la Industria.....	42
2.6.1.	Crecimiento de la Industria de los hedge funds.....	42
2.6.2.	Distribución geográfica de los hedge funds.....	46
2.6.3.	Cambios en el mix de estrategias de los hedge funds	48
3.	LOS HEDGE FUNDS EN LATINOAMÉRICA	49
3.1.	Comienzos de los hedge funds en la región.....	49
3.2.	Características del mercado Latinoamericano.....	51
3.2.1.	El Mercado Latinoamericano y su entorno	51
3.2.2.	Organización y Personas	52
3.2.3.	Características específicas de los hedge funds en Latinoamérica.....	54
3.2.4.	Marco Regulatorio	55
3.2.5.	Estrategias de la región.....	57
3.2.6.	Localización y Domicilios.....	58
3.2.7.	Tamaño	60
3.2.8.	Estructura de comisiones en la región.....	61
3.3.	Tendencias claves de los hedge funds en Latinoamérica	62
3.3.1.	Crecimiento y actualidad de la industria de hedge funds	62
3.3.2.	Performance por tamaño de fondo	65
3.4.	Requisitos Operacionales.....	68
3.5.	Oportunidades, riesgos y desarrollos futuros	75

*Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial
crecimiento en Latinoamérica*

4.	START UP DE UN HEDGE FUND.....	77
4.1.	Estructura del hedge fund y proveedores de servicio.....	77
4.2.	Documentación del hedge fund.....	80
4.3.	Acuerdo de Servicio con el administrador del hedge fund	86
4.4.	Lineamientos Operativos.....	89
4.5.	Roles y Responsabilidades	91
4.6.	Set up del sistema, cuentas bancarias, informes y puesta a prueba ..	94
4.7.	Búsqueda de Inversores	96
5.	CONCLUSIONES.....	99
6.	BIBLIOGRAFÍA	101

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo se presenta como Proyecto Final de la carrera de Ingeniería Industrial en el ITBA. Las razones que motivaron la investigación se pueden resumir en tres objetivos fundamentales:

- Investigar las características, parámetros y variables claves de la industria de los hedge funds y su posible desarrollo en Latinoamérica.
- Reconocer los requerimientos operacionales claves para el establecimiento de un fondo alternativo de inversión en la región.
- Desarrollar el proceso de implementación del lanzamiento de un fondo de estas características.

A partir de la investigación sobre el funcionamiento de la industria se busco establecer los parámetros fundamentales que impactan en el desarrollo de un fondo alternativo de inversión que opere en mercados de Latinoamérica.

El trabajo se desarrolla de la siguiente manera. En el capítulo 2 se hace una introducción a los hedge funds a nivel global en los mercados desarrollados. Dicho capítulo busca proveer un marco conceptual en torno a estos vehículos alternativos de inversión, describiendo sus aspectos fundamentales, desde sus orígenes, pasando por sus características y variables claves hasta su desarrollo actual.

En el capítulo 3 se hace foco en la industria de los hedge funds en Latinoamérica, desde sus comienzos hasta la actualidad. En el mismo se exponen las características particulares de la región, los requerimientos operacionales, los riesgos y las oportunidades de desarrollo futuro.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

En el capítulo 4, se encuentra el principal aporte del trabajo de investigación, en el mismo se desarrollan los pasos necesarios para iniciar y llevar a cabo el proceso de establecimiento de un hedge fund. Especialmente se detallan las actividades más importantes relacionadas con el lanzamiento de un nuevo fondo, la documentación del mismo, la definición de los roles y responsabilidades y se establecerán las necesidades entorno al marco fiscal y regulatorio.

Para finalizar en esta investigación se ha incluido un capítulo de conclusiones tendientes a relacionar los fundamentos que rigen a los hedge funds en mercados desarrollados frente a estos vehículos en mercados emergentes como lo es Latinoamérica. Del mismo modo se busca mostrar la importancia de los hedge funds como alternativas viables de inversión, su consolidación a nivel global en mercados desarrollados y su potencial crecimiento en Latinoamérica teniendo en cuenta el nivel de riesgo asociado.

2. MARCO CONCEPTUAL

2.1. ¿Qué es un hedge fund?

Un fondo alternativo de inversión (hedge fund) es un vehículo de inversión gerenciado y administrado por especialistas, que utiliza estrategias avanzadas de inversión en distintos mercados con el objetivo de maximizar los retornos. Legalmente los hedge funds, son conformados como sociedades de inversión privadas, abiertas a una cantidad limitada de inversores y requieren de una inversión mínima inicial alta.

Permiten acceder a los inversores a una gran variedad de estrategias de inversión y exposiciones al riesgo, las cuales son más difíciles de alcanzar a través de los vehículos de inversión e inversiones tradicionales. Cada hedge fund tiene su propia estrategia de inversión que determina el tipo de inversión llevada a cabo, estas estrategias son altamente individuales de cada fondo. Los hedge funds llevan a cabo una gran variedad de inversiones y actividades de *trading* e invierten en un amplio rango de activos concentrándose principalmente en acciones, ingresos de renta fija, títulos, divisas, commodities y sus derivados.¹

Como su nombre lo indican los hedge funds normalmente intentan hacer un *hedge*, es decir una cobertura del riesgo heredado por sus inversiones utilizando una variedad de métodos entre los que se destacan el *short selling* y los derivados. Utilizan una combinación de posiciones largas y cortas para limitar la exposición al riesgo del mercado, es por eso que no se los considera correlacionados con las fluctuaciones en las acciones e ingresos de renta fija del mismo. Como contrapartida el riesgo de los hedge funds está asociado a las transacciones de *hedging* y el propio de la estrategia desarrollada por los

¹ [David Harper, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

mismos, dichas inversiones especulativas muchas veces conllevan más riesgo que el propio del mercado².

Las inversiones en estos fondos son del tipo no liquidas, si bien los mismos ofrecen cierta liquidez periódica, imponen algunas restricciones a la hora de retirar las inversiones incluyendo prolongados períodos de bloqueo iniciales, ya que requieren por parte de los inversores que los mismos mantengan su dinero en el fondo.

Esta clase de fondos, se encuentran ligeramente regulados, es por eso que buscan inversores sofisticados, los cuales deben estar acreditados como inversores profesionales. Para ello el SEC (*Securities and Exchange Commission*), define una serie de requisitos que deben cumplir, los mismos se enumeran a continuación:³

- Poseer un patrimonio neto de más de USD 1 millón, generado sólo o en conjunto con su cónyuge.
- Ingresos superiores a los USD 200 mil anuales en cada uno de los últimos dos años.
- Ingresos superiores a los USD 300 mil en cada uno de los últimos dos años en conjunto con su cónyuge.
- Razonable expectativa de generar, por lo menos, la misma cantidad en el futuro.
- Tener conocimiento y comprensión sobre estructuras y estrategias de inversión.
- En el caso de las instituciones el requisito principal de calificación es poseer USD 5 millones en activos.

² [Magnum Funds, 2010]

³ [SEC, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

Un concepto erróneo sobre los hedge fund es asumir que todos son volátiles, utilizan estrategias globales macro y realizan apuestas largas en acciones, divisas, bonos y commodities, aplicando mucho *leverage*. En la realidad, menos del 5 % de los hedge funds son globales, la mayoría utiliza los derivados sólo para el *hedging* y muchos no aplican *leverage*.⁴

Para resumir lo mencionado anteriormente, a continuación se enumeran los aspectos más relevantes de los hedge funds:

- No están dirigidos al público en general.
- Limitados a individuos e instituciones de alto poder adquisitivo.
- En términos legales no se encuentran registrados como una empresa de inversión. (*Investment Advisor's Act de 1940*)⁵
- Sus activos son gerenciados profesionalmente por una compañía gerenciadora de inversiones, la cual comparte un porcentaje de las ganancias en función del rendimiento del fondo.
- El derecho de los inversores de cancelar la inversión es aplicable en periodos limitados.

⁴ [Dion Friedland, 2010]

⁵ El SEC adopto cambios por los cuales se requiere que los managers de los hedge funds y sponsors sean registrados como *investment advisors*.

2.2. Historia y Origen

La historia de los hedge funds es bastante reciente, se remonta aproximadamente 60 años atrás, al año 1949 cuando Alfred Winslow Jones, un reportero de la revista Fortune publicó un artículo sobre las nuevas modalidades en los pronósticos financieros, resaltando que los inversores podían alcanzar retornos más altos aplicando el *hedging* a sus estrategias de inversión. El fundamento sobre el cual se basaba el nuevo modelo de Jones era haciendo el *hedging* de sus acciones de posición larga vendiendo corto otras acciones para protegerse del riesgo del mercado. De esta manera nació el término hedge fund.⁶

A continuación se detalla una breve biografía de Alfred Winslow Jones, el creador del primer hedge fund en 1949. Graduado en 1923 de Harvard, sirvió como diplomático estadounidense en Alemania durante el levantamiento del Nazismo en los años 1930s y como reportero cubriendo la Guerra Civil Española. En 1941, recibió su doctorado en Sociología en la Universidad de Columbia y comenzó como reportero para la revista Fortune.

Para probar su hipótesis, Jones lanzó una sociedad de inversión incorporando dos herramientas en su estrategia: *short selling* (ventas en corto) y *leverage* (apalancamiento), con el propósito de limitar el riesgo y mejorar los retornos simultáneamente.

En 1952, Jones transformó su sociedad general en una sociedad limitada e incorporó dos importantes características, un *incentive fee* del 20 % de las ganancias para sí mismo como manager y mantuvo la mayor parte de su dinero personal en el fondo, asegurándose que los objetivos del manager y los del fondo estuvieran alineados. De esta manera Jones como manager era responsable de la combinación del *short selling*, *leverage*, *incentive fees* y

⁶ [Capital Management Partners Inc., 2009]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

riesgo compartido, las cuatro características más comunes de un clásico hedge fund, en un único vehículo de inversión.⁷

Los resultados obtenidos por el nuevo modelo fueron excelentes. Durante el periodo entre 1962 y 1966, Jones superó al *mutual fund* (Fondo común de inversión) número uno en un 85% teniendo en cuenta las comisiones. El éxito de Jones estimuló el interés de varios individuos con alto poder adquisitivo en los hedge funds.

No sólo los individuos de alto poder adquisitivo se vieron atraídos por los hedge funds, sino también los *money managers* (Managers de dinero) más importantes, debido a la estructura única de comisiones, la cual les permitía ganar entre 10 y 20 veces más en comparación con los servicios de management prestados hasta el momento.

Entre 1966 y 1968, se lanzaron alrededor de 140 nuevos hedge funds como consecuencia de las nuevas dinámicas de inversión y gestión de dinero. Sin embargo varios de estos fondos no respetaron el modelo de Jones de *hedging* del riesgo, y en su lugar sólo aplicaron el *leverage* para mejorar los retornos, ignorando el *short selling* aplicado por Jones. La utilización de *leverage* en estrategias largas produjo que estos fondos se vuelvan susceptibles a la recesión del mercado que comenzó hacia fines de 1968.

La baja en el mercado entre los años 1973-1974, ocasionó grandes pérdidas en los hedge fund, varios de los cuales perdieron hasta un 70% de su valor en dos años, llevando a que varios inversores se alejaran de los mismos. Durante diez años sólo algunos managers consiguieron el capital necesario para lanzar una nueva sociedad, hacia 1984 existían tan sólo 84 fondos.⁸

⁷ [Mario J. Gabelli, 2008]

⁸ [Capital Management Partners Inc., 2009]

Hacia fines de los 1980s, un pequeño grupo de talentosos managers, incluyendo a George Soros (Quantum Fund), y Julian Robertson (Tiger Fund y su par *offshore* Jaguar Fund) le devolvieron la credibilidad a los hedge funds. Estos fondos ya no se parecían tanto al modelo desarrollado por Jones, sino que por ejemplo en el caso de Soros habían incursionado en nuevos mercados dando el gran golpe en el mercado de divisas o en el caso de Robertson empleaban modernos derivados financieros como los futuros y opciones que no existían cuando Jones comenzó su fondo. Con nuevas herramientas para el *hedging* el mercado de hedge fund exploto, y para fines de 1999 se estima existían alrededor de 4000 fondos con diferentes formas, tamaños y disciplinas de inversión.

En 1992 el fondo Quantum gerenciado por Soros, agito los mercados desencadenando la tormenta monetaria que forzó al Banco de Inglaterra a devaluar la Libra Esterlina y salir del Sistema Monetario Europeo. Con esta sola operación, Soros ganó para su hedge fund Quantum la increíble suma de USD 1.000 millones en beneficios. En Noviembre de 1994 algunos hedge funds experimentaron problemas debido a la fuerte subida de tasas de interés por parte de la Reserva Federal, lo cual desencadenó la crisis financiera en México (el llamado Efecto Tequila) y otros mercados emergentes. En Agosto de 1997 Soros fue culpado de forzar una cadena de devaluaciones en las monedas del Sudeste Asiático⁹.

En 1998 LTCM (Long Term Capital Management), manejaba U\$S 120 billones con solo U\$S 4,5 billones en capital, el fondo operaba bonos, swaps, opciones, acciones y otros derivados. Cuando los inversores retiraron su dinero, el fondo perdió el 90 % de su capital en el término de dos días. El riesgo a una crisis financiera mundial de consecuencias imprevisibles fue tan real que la Reserva Federal, a través de su filial de Nueva York, organizó una reunión de urgencia con representantes de los 25 mayores bancos del mundo. A pesar de ser

⁹ [David Rapperport, 2007]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

competidores, todos juntos combinaron sus esfuerzos para otorgar al hedge fund un crédito sindicado por USD 5.000 millones con el que LTCM fue rescatado. Este ha sido un hecho sin precedentes en la historia del capitalismo, una pequeña entidad financiera con 4 años de vida, con poco más de 200 empleados (la mayor parte de ellos doctores en Matemáticas, Física y Finanzas) y apenas 300 partícipes fue capaz de hacer tambalear a todo el sistema financiero mundial. Por otro lado, jamás antes había ocurrido que una entidad pública como la Reserva Federal orquestara el rescate de una única entidad privada.¹⁰

A pesar de éstas alarmantes caídas, la industria de los hedge fund creció considerablemente durante los 1990s alcanzando en 2001 los U\$S 536,9 billones en términos de activos gerenciados, AUM (*Assets Under Management*) sin *leverage*.

Se enumeran a continuación a modo de resumen los hechos y momentos más remarcables, claves e importantes en la historia de la Industria de los hedge funds:

- 1949** – Creación del primer Hedge Fund por parte de Alfred Winslow Jones.
- 1969** – George Soros conforma Quantum Funds.
- 1980** – Julian Robertson abre Tiger Fund.
- 1988** – Greenwich-Van Hedge Fund Index comienza a coleccionar datos de los hedge funds.
- 1992** – La ola de especulaciones produce un shock en los mercados europeos afectando el Sistema Monetario Europeo de tasas de cambio.
- 1997** – Crisis de la moneda asiática

¹⁰ [David Rapperport, 2007]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

1998 – La Reserva Federal de New York lleva a cabo el rescate financiero del LTMC por USD 5 billones.

2001 – Mayor Crecimiento Mundial de la Industria de los hedge funds

2008 – Quiebra de Lehman Brothers sumada al fraude de Madoff y la consecuente reducción considerable del tamaño de la industria debido a la iliquidez del período.

2.3. Principales Características

Inversión en Múltiples Clases de Activos: Como norma, los hedge funds no se limitan a realizar inversiones en una clase específica de activos; intervienen en todos los mercados de valores, suele decirse que invierten en todo aquello que sea transable y prometa beneficios. Las decisiones de inversión de estos fondos presentan escasas restricciones que restrinjan la diversificación geográfica, sectorial o por tipo de instrumento.

Capacidad de vender en corto: Un amplio número de hedge funds ha adoptado estrategias que implican técnicas de *short selling*. El mecanismo de *short selling* consiste en tomar en préstamo ciertos valores, que se consideran sobrevaluados, venderlos en el mercado y posteriormente, cuando su precio ha disminuido es decir, se ha corregido la distorsión que habría identificado el manager, adquirirlos nuevamente y devolverlos a la entidad que concedió el préstamo inicial.

Uso de leverage: Con el fin de mejorar su rendimiento, los hedge funds a menudo recurren a *leverage* o apalancamiento. Los fondos se endeudan a crédito otorgando valores, líneas de crédito de divisas y préstamos como garantía o cobertura, esperando que los retornos generados por la inversión a la que destinan los recursos obtenidos compensen el riesgo asociado a la operación.

Uso de Derivados: La mayoría de los hedge funds utiliza algún tipo de instrumentos derivados tales como: opciones, futuros o transacciones de entrega a plazo; los cuales pueden ser negociados en bolsa o en el mercado extra bursátil u OTC (*Over The Counter*).¹¹

¹¹ Un contrato OTC es un contrato bilateral en el cual las dos partes se ponen de acuerdo sobre las modalidades de liquidación del instrumento. Normalmente es entre un banco de inversión y el cliente directamente.

Remuneración en base a Incentivos: Para proporcionar incentivos adecuados al manager, usualmente los hedge funds cobran honorarios relacionados con la gestión, los que suele ser un porcentaje anual del valor de los activos netos del fondo, y adicionalmente, una comisión en función de los retornos obtenidos en el período. Las comisiones que dependen de los resultados generados, frecuentemente, están condicionadas por la previa recuperación de pérdidas registradas en períodos anteriores o bien el valor inicial del fondo en el período o *high water mark*.

Inversión del Capital propio: Los managers suelen invertir un porcentaje significativo de su capital propio en los fondos que gestionan. Esta práctica se orienta a alinear sus intereses con los de los inversores, proporcionando así un incentivo adicional, que permite compensar el riesgo moral o *moral hazard* que suele acompañar a la estructura de comisiones de los hedge funds y que, en principio, podría inducir a los managers a adoptar estrategias de inversión excesivamente arriesgadas.

Rendimientos absolutos: Los hedge funds normalmente, tienen como objetivo generar rendimientos absolutos positivos. Es decir, mes a mes intentan alcanzar un retorno positivo e independiente de un índice de referencia específico o concreto.

Período de Inmovilización: Debido a la naturaleza de sus estrategias, los hedge funds cuentan con inversiones que presentan estructuras complejas que no es factible revertir en el corto plazo. El hecho de contar con un portfolio que presenta esta particularidad deriva en que los hedge funds consideren períodos de inmovilización de sus cuotas, siendo su frecuencia de rescate de tipo trimestral o involucrando períodos de tiempo más extensos.

Entorno poco Regulado: Los managers de los hedge funds cuentan con una amplia libertad de acción, sólo restringidos por las políticas internas que ellos mismos determinan y sometidos a restricciones externas muy laxas y casi inexistentes.

2.3.1. Rol del Manager

El factor más distintivo de los hedge funds es que su performance no esta relacionada principalmente a los retornos proveniente de los mercados sino predominantemente de las habilidades del manager. Los hedge funds crean valor a partir de su habilidad para explotar ineficiencias estructurales en los mercados. La mayoría de los managers hacen foco en un rango estrecho de *expertise* y al no estar regulados ni restringidos por controles burocráticos, pueden capitalizar éstas ineficiencias. Los métodos utilizados para sacar provecho de éstas ineficiencias no están disponibles a los managers activos tradicionales.

El *leverage*, el cual consiste en tomar dinero prestado aumentando la exposición, se utiliza para maximizar los beneficios de estas pequeñas anomalías, se estima que un 70% de los hedge funds utilizan algún grado de *leverage*. En retorno a su provisión de liquidez en muchos mercados y la usual toma de riesgo especulativo, los hedge funds obtienen ciertas ventajas para el *trading*. Normalmente se benefician de mejor información sobre inversiones, costos de transacciones más bajos, mejor acceso al mercado. Al mismo tiempo, obtienen préstamos con menores tasas de interés que las que un inversor individual puede obtener de su banco.¹²

Los managers buscan retornos absolutos, sin importar la performance de los índices de los mercados principales. En comparación a los fondos comunes de

¹² [Robert A. Dennis, 2009]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

inversión, los hedge funds ofrecen una forma superior de invertir en inversiones tradicionales. Los managers de los fondos, solamente poseerán títulos que ellos consideran ofrecen un valor distintivo de inversión del cual pueden sacar provecho sobrevaluándolo, apostando (*shorting*) que el valor de dicho título va a caer. También los managers distinguen ventajas en la flexibilidad que surge al no estar confinado a dos mandatos claves en la inversiones crecimiento y valor.

Por otro lado, los managers de los hedge funds no están obligados a permanecer en mercados de bajo rendimiento o estrategias que no están funcionando. Los mejores managers son lo suficientemente hábiles, flexibles y oportunos para adaptarse a los ambientes cambiantes.

Los inversores deben estar al tanto de los riesgos y comprometidos a correrlos teniendo en cuenta los beneficios que los mismos traen aparejados:¹³

- El *leverage* amplifica los beneficios al igual que las pérdidas.
- El *short selling* abre nuevas oportunidades de inversión.
- Inversiones más riesgosas traen asociados retornos más altos.
- La discreción ayuda a prevenir la imitación de los competidores.
- El hecho de no estar regulados reduce los costos y permite a los managers mayor libertad para tomar decisiones comerciales.

Existe una gran variación en término de retornos, volatilidad y riesgo, ya que muchos pero no todos los hedge funds utilizan estrategias de cobertura contra las caídas de los mercados en los cuales se esta operando. Se utilizan una variedad de instrumentos financieros (*futuros, puts, calls, swaps, forwards*) para reducir el riesgo, estimular los retornos y su minimizar la correlación con las

¹³ [Wikipedia, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

acciones y bonos del mercado. Algunos tienen objetivos basados en la consistencia de los retornos y la preservación del capital en lugar de la magnitud de los retornos.

La mayoría de los managers son inversores profesionales experimentados disciplinados y diligentes, especializados que operan en su área de expertise y ventaja competitiva. En muchos casos los managers invierten su propio dinero dentro del hedge fund.

En general, las estrategias de los hedge funds alcanzan retornos mayores que los de las inversiones tradicionales en acciones y bonos con riesgos similares. El hecho de que éste tipo de fondo posea características atractivas de inversión, sumado a los fuertes retornos favoreció el crecimiento de los mismos durante años.

2.3.2. Beneficios de los hedge funds

Los principales beneficios proporcionados por los hedge funds son los siguientes:¹⁴

- Varias de las estrategias poseen la habilidad de generar retornos positivos tanto cuando están subiendo como bajando las acciones y bonos de los mercados.
- La inclusión de los hedge funds en un portfolio balanceado reduce el riesgo y la volatilidad general de portfolio aumentando los retornos.
- Gran variedad de estilos de inversión, proporcionan a los inversores una amplia posibilidad de elección de estrategias acordes a sus objetivos de inversión.

¹⁴ [Magnum Funds, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- Poseen mayores retornos y menor riesgo que los fondos tradicionales.
- Proporcionan una inversión ideal de largo plazo, eliminando la necesidad de entrar y salir en el momento correcto de los mercados.
- El agregado de hedge funds en un portfolio de inversiones proporciona una diversificación que no es alcanzable a través de las inversiones tradicionales.

2.3.3. Transparencia

Dado que los hedge funds son entidades privadas con poca divulgación de requerimientos, puede ser difícil para un inversor evaluar las estrategias de *trading*, diversificación de portfolio y otros factores relevantes para la decisión de inversión.

Al no estar regulados, los managers no tienen la obligación de divulgar sus *portfolio holdings* o inclusive sus estrategias desarrolladas. Los managers son reacios a divulgar sus posiciones por el riesgo que conlleva tener competidores en conocimiento de las mismas, es por ellos que se los considera jugadores de póker que no quieren mostrar lo que hay en su portfolio esperando poder utilizarlo cuando ellos lo consideren. Con chances de que los competidores puedan intentar duplicar, adelantar sus estrategias o simplemente sabotear la oportunidad de generar ganancias que el manager ha identificado, el riesgo de demasiada transparencia es real.¹⁵

Además, los managers prefieren no divulgar los títulos que poseen y son particularmente temerosos de publicar la lista de acciones en las que están *short*, ya que son vulnerables a lo que se denomina *short squeeze* en el cual los competidores suben el precio de dicha acción en el mercado provocando que el manager cubra su posición a pérdida.

¹⁵ [Robert A. Dennis, 2009]

Sin embargo una total transparencia de posición no implica riesgo, dado que la mayoría de los inversores no tienen el tiempo ni los recursos para entender correctamente las posiciones y lo que verdaderamente implican en el riesgo del fondo, es decir que transparencia sin conocimiento para utilizarla implica poco.

Uno de los objetivos de una mayor transparencia es detectar posibles cambios de rumbo en el estilo de gestión, sin embargo dichos cambios están contemplados en el *offering memorandum* el cual les da amplia flexibilidad a los managers para desviarse de la estrategia inicial.

A medida que los hedge funds buscan atraer cada vez más inversores institucionales, hay una necesidad cada vez mayor hacia un aumento en la transparencia ya que los mismos necesitan saber de que manera están invertidos sus fondos. Por el otro lado, el deseo de los managers de proveer una mayor transparencia es directamente proporcional a su necesidad de aumentar la cantidad de activos gestionados.

El máximo nivel de transparencia del portfolio es el nivel más alto que el manager del hedge fund puede brindar sin comprometer su estrategia. Para los fondos de grandes exposiciones y/o posiciones no liquidas, la transparencia total de su posición puede aumentar de manera considerable el riesgo de los mismos. En general, las estrategias que involucran mayor liquidez y rotación pueden otorgar los niveles más altos de transparencia.

A diferencia de los mutual funds, los hedge funds no requieren registrarse con el SEC (*Securities and Exchange Commission*), ya que normalmente estos fondos emiten títulos en *private offerings*, las cuales no están registradas con el SEC a partir del *Securities Act de 1933*. Sin embargo a través del *Securities Act de 1934*, se requiere que los hedge funds reporten al SEC cualquier *holding* en una compañía pública y también todo el *holding* de acciones de manera

cuatrimestral si el fondo excede los USD 100 millones invertidos en compañías públicas.

Los hedge funds están sujetos a algunas prohibiciones contra el fraude como lo están otros participantes del mercado, y sus managers tienen las mismas obligaciones fiduciarias que los asesores de otras inversiones. A continuación se enumeran algunas de las acciones que puede llevar a cabo el SEC¹⁶:

- El SEC puede conducir exanimaciones a cualquier manager que esté registrado como un asesor de inversiones luego del *Investment Advisers Act*.
- El SEC y otros órganos reguladores generalmente tienen capacidad limitada para chequear rutinariamente las actividades de los hedge funds.
- El SEC puede iniciar acciones contra los hedge funds managers que hagan fraude, existen varios casos en los cuales los asesores falsificaron su experiencia y el track record del fondo.

Resumiendo, no hay una exigencia de transparencia en los procesos y estrategias, sin embargo los inversores deben tener un claro entendimiento de la estrategia desarrollada por el fondo, confiando en el manager y teniendo la posibilidad de poder consultar ante cualquier inquietud o necesidad.

2.3.4. Estructura de comisiones

El manager de un hedge fund usualmente le cobran al fondo un *management fee* (Comisión de gestión) y un *performance fee* también conocida como *incentive fee* (Comisión de resultados). Normalmente el valor de los mismos es

¹⁶ [SEC , 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

de alrededor del 2% del valor neto de los activos por año en el caso del *management fee* y un *performance fee* del 20% de las ganancias del fondo.

Management fee

Como en otros fondos de inversión el *management fee* se calcula como un porcentaje del valor de los activos netos. Usualmente varían entre el 1% y 4% por año, con 2% siendo el valor estándar. Este tipo de comisiones se expresan como un porcentaje anual pero se calculan y se pagan mensualmente.

En el modelo de negocio de la mayoría de los hedge funds se utiliza el *management fee* para cubrir los costos operativos del manager, dejando el *performance fee* como una bonificación. Sin embargo, en el caso de los grandes fondos el *management fee* conforma una parte significativa de las ganancias del manager.

Performance fee

El *performance o incentive fee* como se menciono anteriormente es una de las características distintivas de los hedge funds. Se calcula como un porcentaje de las ganancias del fondo, alrededor del 20%, buscan alinear los intereses del manager y el de los inversores a través de una motivación al manager para generar retornos. Normalmente se utiliza como bonificación por lo cual puede ser muy lucrativa para los managers que tengan una buen desempeño.

El promedio del *incentive fee* declino desde el comienzo de la crisis financiera cayendo al 19,2%, y en el caso de los fondos lanzados en el 2009 el promedio fue de 17,6%.¹⁷

¹⁷ [AIMA, 2010]

Este tipo de comisiones han sido muy criticadas, ya que se le permite a los managers tomar parte de las ganancias pero no se proporciona ningún tipo de mecanismo para que compartan las pérdidas.

High water marks

Un *high water mark* es usualmente aplicado al cálculo del *performance fee*. Esto significa que el manager recibe ésta comisión sólo si aumenta el NAV (*Net Asset Value*) de los activos del fondo por encima del NAV más alto alcanzado previamente. Tiene el objetivo de vincular de manera más estrecha los intereses del manager con los del inversor y de reducir el incentivo de los managers de buscar transacciones volátiles. Si no se utilizara un *high water mark*, un fondo que alterna altas y bajas en sus ganancias pagaría *performance fee* todos los años, enriqueciendo al manager y no a los inversores.

Sin embargo el mecanismo no otorga una protección total a los inversores, ya que un manager que pierda un porcentaje considerable del valor del fondo puede cerrar el mismo y comenzar de un nuevo fondo antes que continuar trabajando sin *performance fee* hasta recuperar la pérdida generada.¹⁸

Hurdle Rates

Algunos managers determinan un *hurdle rate* (tasa barrera) por la cual los mismos no cobrarán un *performance fee* hasta que el rendimiento anual del fondo no exceda dicha tasa de referencia la misma puede ser por ejemplo un porcentaje fijo o la tasa LIBOR.

Con una “barrera suave” el *performance fee* se cobra sobre el retorno anual total, si la barrera es superada. En el caso de una “barrera dura” el *performance fee* sólo se cobra sobre los retornos que superen la misma.¹⁹

¹⁸ [Wikipedia, 2010]

¹⁹ [AIMA, 2010]

Withdrawal/Redemption fee

Algunos fondos imponen el denominado *redemption fee* a los inversores, en el caso que los mismos retiren dinero del fondo. Usualmente se cobran durante un período de tiempo específico (normalmente un año), seguido de la fecha de inversión o sólo a los retiros equivalentes a una porción específica de una inversión.

El objetivo de este tipo de comisión es desalentar inversión de corto plazo en el fondo, y por ende reducir la rotación del mismo permitiendo la utilización de estrategias más complejas, de menor liquidez y de largo plazo. Al mismo tiempo busca también disuadir a los inversores de abandonar los fondos luego de períodos de baja performance.²⁰

A diferencia del *management* y *performance fee*, el *redemption fee* es retenido por el fondo beneficiando a los inversores restantes en lugar del manager.

2.3.5. Estructura de los hedge funds

Dentro de los agentes que se relacionan con los hedge funds se destacan por un lado, los inversores en estos vehículos, por el otro las sociedades gestoras y finalmente, los proveedores de servicios financieros, entre los que se destacan el *prime broker* y el administrador por sobre los demás por la importancia y el volumen de los servicios que prestan a estas instituciones.

A la hora de diseñar la estructura jurídica de estos vehículos de inversión, se tienen en cuenta una serie de elementos entre los que se destacan:

²⁰ [AIMA, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- La flexibilidad ofrecida por el vehículo con relación a la política de inversión.
- Ventajas fiscales para evitar la doble imposición, especialmente en forma de transparencia o paraíso fiscal.
- Posibilidad de promocionar el vehículo en diferentes países (algunos limitan al extremo tal posibilidad, prohibiendo anuncios públicos para recaudar fondos).
- Domicilio: algunos países sólo admiten a un número restringido de variantes legales.
- Costos.

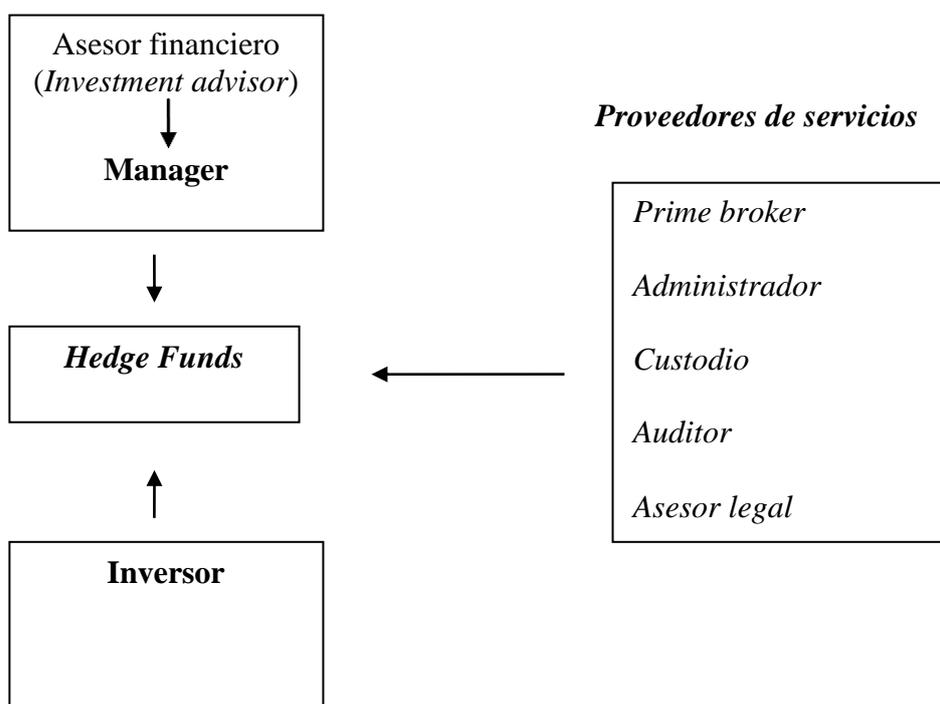


Figura 2.3.5.1. Estructura funcional de los hedge funds

Las dos estructuras de hedge funds más importantes son la denominada *Master Feeder* y Fondo de Hedge Funds.²¹

²¹ [Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2009]

Estructura Master Feeder

Es aquella que se sirve de diversos fondos que lo alimentan de recursos (*hedge funds feeders*). Los fondos de alimentación, de muy diversas formas jurídicas, captan capitales en distintos países y ofrecen su marketing a diferentes grupos inversores.

La estructura representada en la figura 2.3.4.2 se extiende en forma de árbol, en la que cada rama se especializa en un segmento de mercado en el que recauda capitales para luego transferirlos al tronco común. Normalmente estructurados como una sociedad limitada, apuntan a acumular todos los fondos en una sola “bolsa”. Permiten a inversores *offshore*, así como también a inversores exentos y no de impuestos en EEUU invertir, indirectamente, en la misma entidad corporativa comúnmente conocida como el *master fund*.

Los inversores que invierten en este tipo de estructura lo hacen directamente en el denominado *domestic feeder* u *offshore feeder*”, los cuales invierten sus activos en el *master fund*. Luego el manager del hedge fund compra y vende los títulos en una cuenta abierta en nombre del *master fund*.

Las principales ventajas de este tipo de estructura son:

- Permite la consolidación de toda la actividad de *trading* en un solo portfolio.
- Simplifica las reconciliaciones.
- Mayor facilidad a la hora de obtener líneas de crédito, ya que gran parte de los prestamistas poseen una mayor inclinación a otorgar las mismas a una entidad de mayor tamaño en lugar de dos más pequeñas por separado.
- Un portafolio común asegura que la performance del las entidades domesticas y *offshore* se reflejen una de la otra.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- *Feeders* con un propósito adicional particular pueden ser establecidos para lograr regulaciones específicas o requerimientos impositivos de diferentes grupos inversores.
- Dadas las múltiples fuentes de alimentación, la inversión mínima inicial puede ser tan reducida como USD 1000, cantidad despreciable en comparación con lo que otras estructuras pueden exigir como mínimo.

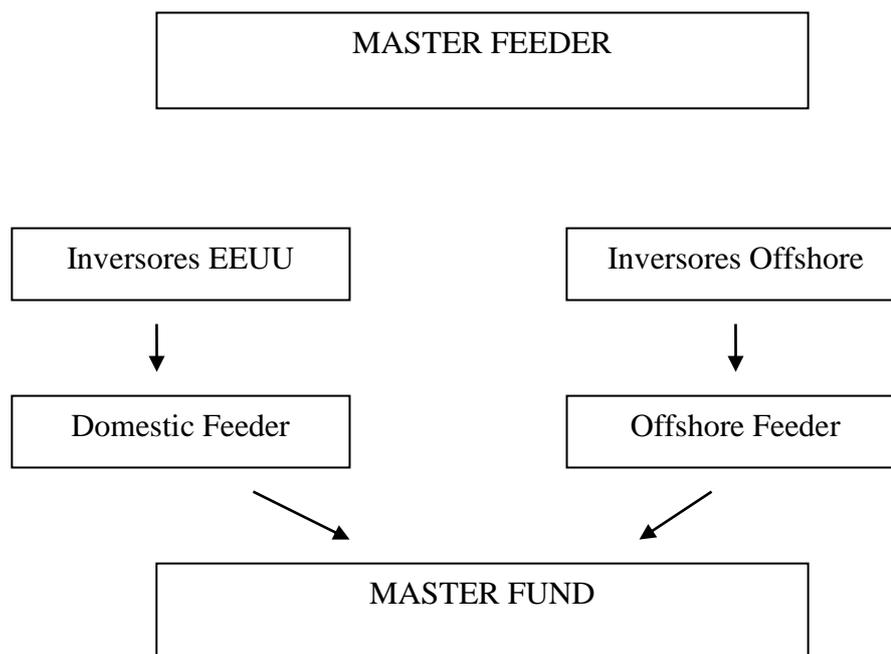


Figura 2.3.4.2. Estructura Master Feeder

Fondos de hedge funds

Los fondos de hedge funds permiten a los inversores alcanzar una amplia diversificación y una apropiada distribución de activos con inversiones en una variedad de categorías de fondos agrupados todos bajo un solo. Sin embargo, cuando el fondo de fondos acarrea un costo operativo, para los inversores es un costo doble ya que el mismo, no está incluido en los costos operativos de los fondos subyacentes.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

Este tipo de estructura representada en la figura 2.3.4.3 reduce el riesgo de gestión único a través de la diversificación de managers sectores y estilos. En lugar de invertir en títulos independientes los fondos de hedge funds invierten en otros hedge funds. Cualquier fondo que reúna capital utilizando dos o más sub managers para invertir en acciones, commodities o divisas es considerado un fondo de hedge funds. Al igual que los fondos *master feeder*, se estructuran como una sociedad limitada.

Los inversores de los fondos de hedge funds buscan esencialmente diversificación en el estilo de los managers, y un vehículo de inversión que provee retornos más estables y al mismo tiempo reduce el riesgo.

Las principales ventajas de este tipo de estructura son:

- El proceso de *due diligence* es una de las principales ventajas, ya que el mismo es llevado a cabo por el manager del fondo de hedge funds, quien analiza estrategias, se comunica con managers de fondos individuales y evalúa su performance en los mismos.
- El fondo de hedge funds puede combatir el riesgo alcanzando diversidad en los managers.
- Una mayor diversificación acompañada de una reducción de la volatilidad manteniendo el promedio de retornos.
- Mayor facilidad a la hora de hacer el seguimiento de las inversiones.

Como contrapartida se debe tener en consideración una desventaja muy importante de este tipo de estructura, la misma consiste en la doble carga de *fees*. Por un lado están los *fees* del manager de fondo de hedge funds y a éstas se le deben sumar el *fee* cobradas por los fondos subyacentes.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

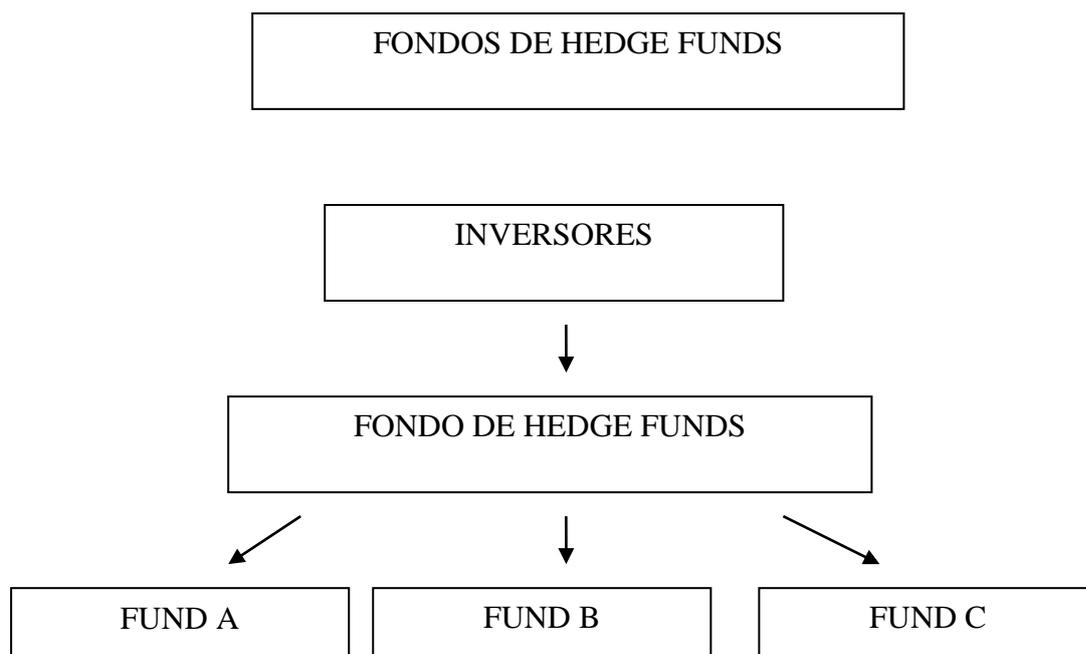


Figura 2.3.4.3. Estructura Fondos de Hedge Funds

2.3.6. Proveedores de servicios

Los hedge funds necesitan para realizar su operativa de los servicios proporcionados por una variedad de instituciones entre las que se destacan los *prime brokers*, los administradores, los abogados, auditores y los custodios.

Es importante que al principio de cada relación con cada proveedor de servicio, los requerimientos y necesidades del hedge fund sean identificados y documentados. El manager del hedge fund debe realizar el *due diligence* correspondiente previo al inicio de la relación comercial. Una vez contratado el servicio, el manager debe encargarse del monitoreo de la performance de todos los proveedores de servicio y asegurarse de que exista una comunicación regular con los mismos.

Los directores del fondo deben verificar que todos los proveedores incluyendo a los managers, tengan el conocimiento y la comprensión apropiados para el

desarrollo de su función. La triangulación de información del portfolio entre el manager, el administrador y el *prime broker*, conocido como el proceso de triangulación, debe estar automatizada.

Prime Broker

La actividad de *prime broker*, es una pieza fundamental para la operativa de los hedge funds dado que proporcionan los siguientes servicios básicos²²:

- *Custodia/compensación/liquidación*: Estas actividades cobran mayor importancia cuando se utilizan estrategias que se requieren en mercados de emergentes.
- *Financiación*: La obtención de financiación por parte de estas instituciones es esencial para conseguir *leverage*. Por tanto, la disponibilidad de financiación y su costo también son un elemento clave en la elección de los *prime brokers*.
- *Elaboración de informes/Tecnología*: Todos los *prime brokers* ofrecen un paquete mínimo de información diaria a los hedge funds que incluye elementos como las posiciones del fondo, liquidez, el financiamiento y las comisiones del *broker*. Los *prime brokers* se diferencian entre ellos a través de la sofisticación y la flexibilidad de estos informes, lo que está relacionado directamente con la provisión que realizan de tecnología de información a los hedge funds.
- *Servicios de capital*: La búsqueda de inversores en los primeros años de vida de un hedge fund en cuantía suficiente es una tarea compleja. En ocasiones, los *prime brokers* disponen de contactos amplios con grupos inversores institucionales, minoristas y fondos de fondos y pueden, por

²² [Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2009]

tanto, servir de enlace entre los managers de los hedge funds y los inversores.

- *Consultoría de inicio del negocio:* Además de servir de enlace entre los managers y los inversores, los *prime brokers* también pueden asesorar sobre otros servicios que va a necesitar el hedge fund para iniciar su actividad.
- *Gestión del negocio:* A lo largo de los últimos años, los *prime brokers* han desarrollado sistemas de gestión del riesgo más potentes en relación con la operativa que desarrollan con los hedge funds. En muchas ocasiones, estas herramientas pueden ser puestas a disposición de los managers de los hedge funds.

Dentro de los distintos proveedores de servicios los *prime brokers* son considerados de los más importantes para los hedge funds, tanto por el número e importancia de las actividades que tienen encomendadas como por tener enlaces con otros proveedores de servicios (administradores) y con los propios inversores del fondo.

Administrador

El administrador es una entidad que, al igual que el *prime broker*, presta un amplio conjunto de servicios a los hedge funds, constituyendo una pieza clave en la operativa diaria de los fondos. De hecho, en ocasiones, el cierre de los hedge funds está más asociado a una mala operativa diaria que a una elección errónea de estrategias de inversión y, por tanto resultados negativos.

La actividad del administrador reporta márgenes reducidos, por lo que a veces sólo le resulta rentable operar con grandes hedge funds, con la consiguiente desventaja para los fondos de menor tamaño, que no tienen posibilidad de

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

acceso a los servicios de determinados administradores. Es frecuente encontrar bancos de inversión que han comprado administradores y ofrecen un paquete de servicios cada vez más amplio a los hedge funds. También ocurre en ocasiones que algunas de las funciones del administrador son realizadas por el manager del hedge fund y sólo se contrata a profesionales para la parte que no se realiza internamente. Los servicios más importantes que presta el administrador son los siguientes²³:

- *Comunicación con los inversores*: El administrador se encarga de atender las peticiones de los clientes y enviarles la información que resulten procedentes, de mantener el registro de inversores, de realizar los procedimientos de identificación de clientes, de procesar todas las transacciones del fondo (suscripciones y reembolsos), y de calcular y aplicar los *performance fees*.

- *Cálculo del NAV (Net Asset Value)*: El administrador es responsable del cálculo del NAV del fondo. Para ello, recopila y contrasta la información sobre las posiciones en cash y en valores procedentes del custodio y de los gestores, prepara valoraciones del portfolio, calcula y desembolsa los pagos en nombre del fondo y distribuye el NAV por acción a las partes interesadas.

- *Estados Financieros*: Además de los anteriores servicios básicos que realizan los administradores, pueden preparar los estados financieros del fondo de acuerdo con los requisitos contables y regulatorios de la jurisdicción de que se trate. El administrador mantiene lazos con los auditores del fondo para asegurar la finalización y distribución a tiempo de los estados financieros del fondo a los accionistas.

²³ [Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2009]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- *Tecnología*: Se trata de otro servicio de alto valor agregado que el administrador ofrece cada vez con más asiduidad. En ocasiones se ofrece un software que le permita al manager realizar un seguimiento detallado de las posiciones del fondo y realizar en tiempo real el análisis de beneficios/pérdidas. Mediante el uso de una misma base de datos, la misma información está disponible para todos los componentes de la organización (*front, middle y back office*).
- *Asuntos corporativos*: El administrador se ocupa de que el fondo cumpla con las exigencias regulatorias locales (regulación aplicable al fondo con carácter general y regulación corporativa en general). En el caso de fondos *offshore*, es frecuente que los managers elijan administradores *offshore* para cubrir varios tipos de servicios y de soporte operativo. En estos casos, los administradores son especialmente útiles en el asesoramiento de la legislación aplicable al fondo.

Custodio

Los activos de los hedge funds (valores o efectivo) se mantienen en entidades denominadas custodios. En la industria de los *mutual funds* (fondos comunes de inversión), los custodios suelen ser bancos. Sin embargo, en el caso de los hedge funds, el hecho de que puedan realizar ventas en corto (*shorts*) y alcanzar ciertos niveles de *leverage*, implica que los propios *prime brokers* terminen realizando las funciones del custodio ya que las operaciones anteriores requieren el uso de los activos del fondo de manera colateral.²⁴

Auditor

La mayoría de los hedge funds no poseen como requisito el tener sus estados financieros auditados. Sin embargo, la tendencia general en la industria avanza en la línea que tanto los hedge funds como las sociedades gerenciadoras tengan sus estados financieros auditados, bien por exigencias de la normativa

²⁴ [Guide to Sound Practices for Hedge Fund Managers, 2009]

o bien por un interés estratégico. En ocasiones, se incluye este elemento en los contratos que los managers ofrecen a los inversores potenciales del fondo con el fin de incrementar su seguridad y, por tanto, su interés en el producto. Entre las entidades más importantes se destacan Ernst & Young, LLP, PriceWaterhouse Coopers, KPMG.

Abogados

Los hedge funds deben tener asesoramiento legal tanto para su organización como también para las operaciones diarias tanto en el domicilio del hedge fund como donde está localizado y opera el manager.

Dentro de las principales funciones se destacan²⁵:

- Asistencia en la descripción de los objetivos de inversión y la definición de los riesgos asociados con los mismos.
- Preparación del *Offering Memorandum*, y documentos de suscripción al fondo.
- Preparación del contrato con los administradores del hedge fund, custodia del fondo y/o arreglos con el *prime broker*.
- Estructuración de los hedge funds para ser eficientes impositivamente.
- Asesoramiento referido a las leyes locales y federales que afectan al fondo incluyendo las regulaciones del *broker-dealer*.
- Actualización de leyes y regulaciones que tienen impacto en la formación y organización del fondo.
- Asesoramiento relacionado a impuestos relacionados con el fondo.
- Asesoramiento vinculado a calificaciones de los inversores.
- Asegurar el cumplimiento del fondo con las leyes *blue sky*²⁶.

²⁵ [Guide to Sound Practices for Hedge Fund Managers, 2009]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- Representar al hedge fund y a su manager en mediaciones e investigaciones, incluyendo asuntos relacionados con el intercambio de acciones.

2.3.7. Manejo del riesgo

Existe una preocupación en relación con los riesgos adicionales que la actividad de los hedge funds privilegiados por su carencia de regulación respecto a la inversión tradicional, puedan introducir y transmitir a los mercados, a otros participantes, a las entidades en las que invierten y al sistema financiero en su conjunto, especialmente a través de los bancos y *brokers* de los que obtienen financiación para su actividad y para los que constituyen una fuente creciente del negocio.

Existen riesgos de consideración que no afectan directamente a la estabilidad y la confianza de los mercados, por no estar íntimamente relacionados con la generación y la propagación del riesgo sistémico, o con actuaciones que pudieran derivar en una situación de dominio sobre determinados mercados o títulos, o subyacentes individuales. Los mismos se refieren a²⁷:

- Conflicto de intereses por parte de los managers y respecto a sus relaciones con los inversores institucionales, de tal manera que estos últimos pueden, bien verse favorecidos en decisiones de inversión en perjuicio de otros inversionistas o partícipes, o favorecer ellos mismos a determinados hedge funds asumiendo riesgos excesivos en perjuicio de los intereses de los restantes inversores.

²⁶ Ley promulgada para impedir el fraude de valores. La ley Blue Sky exige a las empresas revelar su verdadera situación financiera antes de la emisión de acciones al público

²⁷ [Comisión Clasificadora de Riesgo, 2008]

[Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2009]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- Riesgos del tipo fiscal y/o legal por la complejidad de las estructuras empleadas por los hedge funds o la posibilidad de que se vean envueltos en operaciones en paraísos fiscales.
- Posibles implicaciones legales por la procedencia dudosa de los fondos aportados por accionista u obtenidos para la financiación de los hedge funds, en relación con posibles acciones de lavado de dinero.
- Riesgo de fraude, proporcionando informes o valoraciones falsas a sus accionistas o partícipes y contrapartes o desviando los fondos apartados.

Dentro de los riesgos potenciales que podrían afectar directamente a la estabilidad y confianza de los mercados se destacan:

Riesgos sistémicos

Desestabilización del sistema crediticio y distorsión grave de los mercados erosionando su confianza y desencadenando una crisis para el conjunto del sistema que afecte:

- A las contrapartes y *prime brokers* por sus posiciones frente a los hedge funds
- Al funcionamiento de los mercados financieros y sistemas de liquidación y por extensión a los restantes participantes de los mismos.

No sistémico

Por actuaciones recurrentes o puntuales de los hedge funds que pueden impactar en determinados mercados, títulos o subyacentes, desequilibrando su negociación y que amenazan igualmente la confianza. Introducir alteraciones en el normal funcionamiento de los mercados y en el proceso de formación de

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

precios de determinados títulos y subyacentes, pero que no afecten al conjunto del sistema financiero, relativas a:²⁸

- Reducción de la calidad de mercado (profundidad, liquidez, transparencia o eficiencia del proceso de formación de precios de determinados títulos o de ejecución y liquidación de los contratos).
- Conductas determinantes de abuso de mercado.
- Actuaciones contra la estabilidad de las entidades en las que toman participaciones.

El *leverage* de las entidades implica una serie de efectos beneficiosos para el sistema financiero como son el incremento de liquidez, el hecho de favorecer un mejor acceso al crédito y una mejor asignación de los recursos de las entidades. No obstante, unos elevados ratios de *leverage* tienen potenciales efectos desestabilizadores sobre los mercados financieros por dos vías principalmente:

- Permiten mayor capacidad para construir grandes posiciones sobre títulos, lo que puede provocar que el impacto en la formación de precios llegue a ser significativo, especialmente en mercados estrechos e incluso en títulos líquidos pero en situaciones de crisis de liquidez.
- Incremente la exposición crediticia de las entidades financieras de los hedge funds y en casos de default de éstos, provocar la liquidación de posiciones en momentos de tensión de los mercados, exacerbando los movimientos de precio.

²⁸ [Comisión Clasificadora de Riesgo, 2008]
[Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2009]

2.4. Estrategias

Los hedge funds utilizan una gran variedad de estrategias con el fin de obtener rendimientos con independencia de la evolución de los mercados. Estas estrategias pueden agruparse en tres grandes grupos:

- *Neutrales al mercado*, en las que se minimiza el grado de exposición a los movimientos de mercado.
- *Direccionales*, tratando de anticipar movimientos del mercado
- *De eventos*, donde se pretende sacar beneficio de situaciones específicas de sucesos societarios.

Conocer y comprender las características de cada una de ellas es esencial para capitalizar la variedad de diferentes oportunidades de inversión. Es también importante entender las diferencias entre dichas estrategias ya que no todos los hedge funds son iguales. Algunas son capaces de ofrecer retornos consistentes con bajos riesgos de pérdida, mientras otras pueden ser tan o más volátiles que la de los *mutual funds* (fondos comunes de inversión).

La predicción de resultados futuros muestra una fuerte correlación con la volatilidad de cada estrategia. La performance futura de las estrategias con alta volatilidad es mucho menos predecible que la de aquellas que desarrollan volatilidades bajas a moderadas.

A continuación se realiza una breve descripción de las estrategias más comúnmente utilizadas por los hedge funds y se proporcionan sus principales características.²⁹

²⁹ [Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2009]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- *Convertibles Arbitrage*: compra de un portfolio de títulos convertibles, normalmente bonos, y venta en corto del subyacente correspondiente.
- *Distressed Securities*: Inversión y a veces venta en corto de títulos de compañías cuyo precio se espera que se vea afectado por una “situación desastrosa”, por ejemplo quiebras, reorganizaciones, etc.
- *Emerging Markets*: Inversión en títulos de compañías o deuda soberana de países emergentes.
- *Equity Hedge*: Portfolio básico de posiciones largas en títulos, cubierta por posiciones cortas en títulos o en opciones sobre índices de títulos. El uso de *leverage* es habitual.
- *Equity Market Neutral*: Se buscan beneficios derivados de explotar las ineficiencias entre títulos relacionados, neutralizando la exposición al riesgo de mercado combinando posiciones cortas y largas.
- *Equity non - Hedge*: Portfolio predominantemente de posiciones largas en títulos, aunque tienen la capacidad de cubrirse mediante el venta en corto de títulos o de opciones sobre índices de títulos. Se conocen como *stock-pickers*.
- *Event - Driven*: Se invierte en oportunidades creadas por situaciones significativas (creación de sociedades a partir de una parte de otras sociedades existentes –*spin off*-, fusiones y adquisiciones, reorganizaciones tras bancarrotas recompras de acciones).
- *Fixed Income - Arbitrage*: Estrategias de cobertura neutral al mercado que persigue explotar las ineficiencias de precio detectadas entre títulos de renta fija y neutralizar la exposición al riesgo de tipo de interés.
- *Fixed Income – Convertible Bonds*: Fundamentalmente son inversiones largas en bonos convertibles. Éstos tienen características de renta fija y variable al mismo tiempo.
- *Fixed Income - Diversified*: Pueden realizar una variedad de estrategias de renta fija.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- *Fixed Income - High Yield*: Se invierte en deuda sobre la que las compañías de rating no emiten calificación (*non investment grade*). El énfasis está en la valoración del riesgo de crédito del emisor de la deuda.
- *Fixed Income Mortgage - Backed*: Se invierte en activos con garantía hipotecaria. Muchos de ellos sólo invierten bonos AAA.
- *Macro*: Se invierte realizando apuestas apalancadas sobre un movimiento de precio anticipado en los mercados de renta variable, tipos de interés, tipos de cambio, y mercancías.
- *Market Timing*: La distribución de activos se realiza invirtiendo en aquellos en los que se percibe el inicio de una tendencia al alza y desinvirtiendo en los que se percibe el inicio de una tendencia a la baja.
- *Merger Arbitrage*: A veces se denomina *Risk Arbitrage*. Se invierte en situaciones *event-driven* como compra con *leverage* (*leveraged buy - outs*) y fusiones.
- *Regulation D*: Se invierte en los títulos de esta normativa norteamericana (*structured discount convertibles*). Estos títulos son ofrecidos de forma privada a los managers por parte de las compañías que necesitan financiación puntual. Los términos son negociados.
- *Relative Value Arbitrage*: Intenta tomar beneficio de las discrepancias de precio entre los instrumentos de renta variable, fija, opciones y futuros. Los managers utilizan análisis matemático, fundamental o técnico para determinar estas discrepancias.
- *Sector (Total)*: Las inversiones se concentran en los siguientes sectores; Energía, Finanzas, Sanitario/ Biotecnológico, Inmobiliario, Tecnología y varios.
- *Short Selling*: Se vende un título que no está en posesión del vendedor. Se intenta tomar ventaja de un anticipado futuro descenso en los precios.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- *Fondos de Fondos*: Invierte en múltiples managers a través de fondos o de cuentas gestionadas. Se diseña un portfolio diversificado de managers con el objetivo de reducir el riesgo al portfolio (respecto al que tiene un manager individual).

2.4.1. Categorización de los hedge funds en función de las estrategias

Si bien no existe una única clasificación consensuada de los hedge funds, se puede avanzar en una categorización en los siguientes grandes grupos³⁰:

Single Strategy:

- Especializados en un solo tipo de estrategia.

Directional:

- Long Short / Equity hedge funds
- Global Macro
- Emerging Markets
- Short Selling
- Manager futures

Market Neutral:

- Fixed Income arbitrage
- Convertible Arbitrage
- Equity Market Neutral

Event Driven:

³⁰ [Dion Friedland, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- Merger arbitrage
- Distressed Securities
- Regulation D

Multi - Strategy:

- Diversifican invirtiendo en distintos tipos de estrategias

Fund of Funds:

- Seleccionan y gestionan un portfolio de hedge funds en vez de ejecutar directamente estrategias de mercado.

2.5. Comparación con mutual funds

La industria de los hedge funds difiere de la de los *mutual funds* (fondos tradicionales de inversión) en varios aspectos. Como se ha descrito anteriormente la industria de los hedge funds es relativamente joven y ha sido una importante fuente de nuevas ideas para la gestión de inversiones. Normalmente los managers de los mismos fueron pioneros en la adopción de estrategias de inversión y nuevos títulos, y usualmente utilizan vehículos de inversión y técnicas que no están disponibles para inversores más conservadores.

Los hedge funds son como los *mutual funds* solamente en dos aspectos: son una agrupación de vehículos de inversión e invierten en títulos que cotizan en bolsa de valores.

Los *mutual funds* buscan retornos relativos, invierten con un estilo predefinido como el *small cap value*³¹ o en un sector en particular, como puede ser el tecnológico. Para medir la performance, los retornos de estos fondos son comparados contra un índice de estilo específico o punto de referencia. El objetivo de un *mutual fund* es superar ese índice aunque sea modestamente. Si el índice cayó un 10% mientras que el fondo sólo un 7%, la performance del mismo sería un éxito. Los *mutual funds* buscan semi-activamente generar retornos que sean favorables comparados con el punto de referencia o *benchmark*.³²

Por el contrario, los managers de los hedge funds buscan activamente alcanzar retornos absolutos sin importar el mercado global o los movimientos de índice.

³¹ Se refiere a las acciones con una capitalización de mercado relativamente pequeña. La definición de pequeña capitalización puede variar entre los agentes de valores, pero en general es una empresa con una capitalización de mercado de entre \$ 300 millones y US \$ 2 mil millones. Una de las mayores ventajas de invertir en acciones de pequeña capitalización es la oportunidad para vencer a los inversores institucionales.

³² [David Harper, 2009]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

Conducen sus estrategias de *trading* con mayor libertad que los mutual funds. A diferencia de estos últimos los cuales son largos únicamente, es decir, realizan decisiones del tipo compra - venta, los hedge funds participan en posiciones y estrategias más agresivas como el *short selling*, el *trading* con instrumentos derivados y la utilización de *leverage* para estimular el perfil riesgo/ recompensa de sus apuestas.

Ésta actividad de los hedge funds explica su popularidad en los *bear markets* (mercados tendientes a la baja o deprimidos). En los *bull markets* (mercados alcistas) los hedge funds pueden no tener tan buena performance como los *mutual funds*, pero sí lo hacen en los *bear markets* ya que mantienen posiciones cortas y *hedges*.

El siguiente cuadro, resume las diferencias entre los hedge funds (fondos alternativos de inversión) y los *mutual funds* (fondos comunes de inversión).³³

Los hedge funds normalmente...	Los mutual funds normalmente...
<ul style="list-style-type: none"> - Invierten en corto y largo. - Poseen Leverage. - Tienen una estructura de comisiones alta basada en la performance. - Utilizan futuros, opciones y otros derivados. - Están ligeramente regulados. - Tienen un amplio universo de inversiones. - Utilizan una gran variedad de estrategias de inversión. - Tienen como objetivo de retornos absolutos. - El acceso de los inversores es regulado. 	<ul style="list-style-type: none"> - Invierten en largo solamente. - No poseen leverage. - Tienen una estructura de comisiones baja basada en la adición de valor. - Están limitados en la utilización de derivados. - Están altamente regulados. - Usualmente tienen un universo de inversiones limitado. - Tienen como objetivo retornos relativos. - La utilización de estrategias de inversión es limitada.

³³ [Best Practices for the Hedge Fund Industry, 2008]

2.6. Estadísticas de la Industria

Antes de comenzar el análisis de la industria de los hedge funds es necesario aclarar que el tamaño de los hedge funds se mide por AUM (*Assets Under Management*), esta es la cantidad invertida más o menos las ganancias o las pérdidas.

2.6.1. Crecimiento de la Industria de los hedge funds

A continuación se presenta un análisis del crecimiento de la industria de los hedge funds dividido en dos, primero la situación hasta mediados de 2009, y un análisis de la evolución teniendo en cuenta la crisis financiera que se inició en octubre de 2008 y de la cual se comenzó a recuperar a mediados de 2009. Luego otro análisis de datos que contempla la evolución de los hedge funds hasta la actualidad.

La industria de los hedge funds ha experimentado un crecimiento exponencial en la última década, teniendo un pico de sus activos a mediados de 2008 en USD 1,95 trillones. Sin embargo, el agotamiento de la liquidez, el colapso de algunas instituciones financieras importantes, un aumento en la aversión al riesgo, la caída de los mercados de capitales y los resultantes retiros de capital, produjo un recorte de los activos reduciéndose en casi un tercio, llegando a los USD 1,29 trillones a fines de Abril de 2009.

En Agosto de 2009 los activos de los hedge funds rondaban los USD 1,34 trillones, con una población de hedge funds apenas por debajo de los 8400. Independientemente del pequeño acortamiento en el tamaño en comparación con 2008, marca un incremento de tres veces en la población y de cuatro veces en los activos en comparación con el año 2000.³⁴

³⁴ [Eurekahedge, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

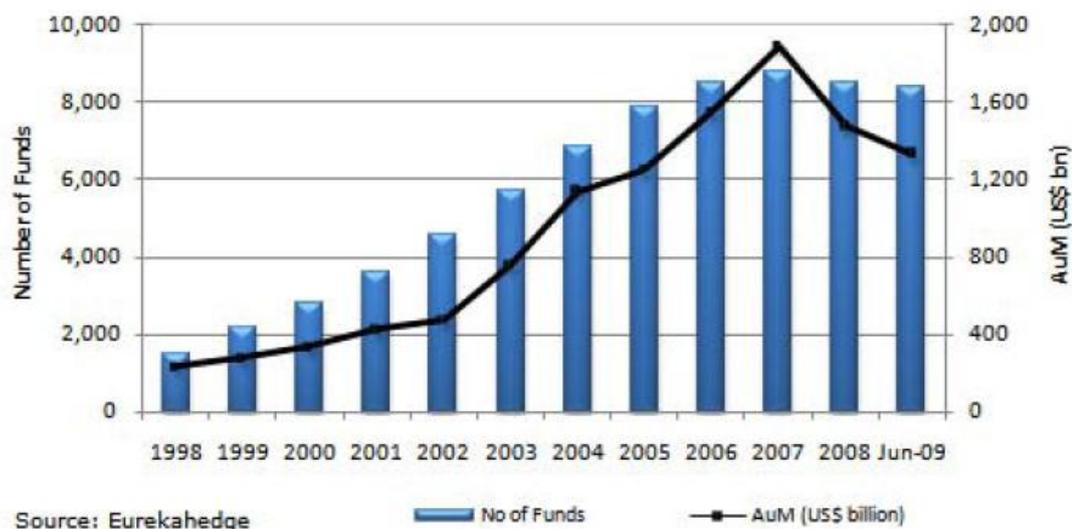


Figura 2.6.1.1. Crecimiento de la Industria de Hedge Funds Junio 2009
[EurekaHedge, 2009]

La notable menor caída en el número de fondos que en el de activos en el 2008, como se puede ver en la figura 2.6.1.1, es el resultado del generalizado retiro de las inversiones de los fondos y las pérdidas debido a la caída de los mercados así como también las ventas forzadas por los managers. Mientras estos factores provocaron el cierre de más de 850 fondos en 2008, en parte por la imposibilidad de cubrir los gastos operativos (atribuible a largo períodos sin *performance fees*), la industria también vio el lanzamiento de alrededor de 600 fondos durante el año, liderado por managers buscando explotar las atractivas valoraciones y demás oportunidades que los mercados les brindaban luego de tocar fondo.³⁵

En el 2009, en la figura 2.6.1.1 una curva de menor pendiente pero aún en baja de AUM muestra una desaceleración en la reducción de los activos de la industria. Esto se le atribuye a factores como signos de estabilidad general en los mercados subyacentes, un cambio positivo en el grado de aversión al

³⁵ [EurekaHedge, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

riesgo y más importante la consistente rentabilidad superior de los hedge funds por sobre otros vehículos de inversión. El hecho que los hedge funds hayan otorgado retornos consistentes y también de alguna manera protegido el capital de los inversores cuando el mercado se desplomó, mientras otros tipos de fondos y activos probaron ser poco fructíferos, genera expectativas de mayores flujos de dinero ingresando a los hedge funds.

A continuación se observan los gráficos actualizados a Octubre de 2010 y el reflejo de las proyecciones realizadas en los párrafos anteriores.

Observamos en la figura 2.6.1.2 que el pico se situó a finales de 2007 en USD 1.868 billones, y que la crisis de liquidez del 2008 se llevó por delante cerca de USD 460 billones. En el primer cuatrimestre de 2010 podemos observar como las suscripciones netas son positivas por primera vez después de dicha crisis y los activos se sitúan en USD 1.668 billones.³⁶

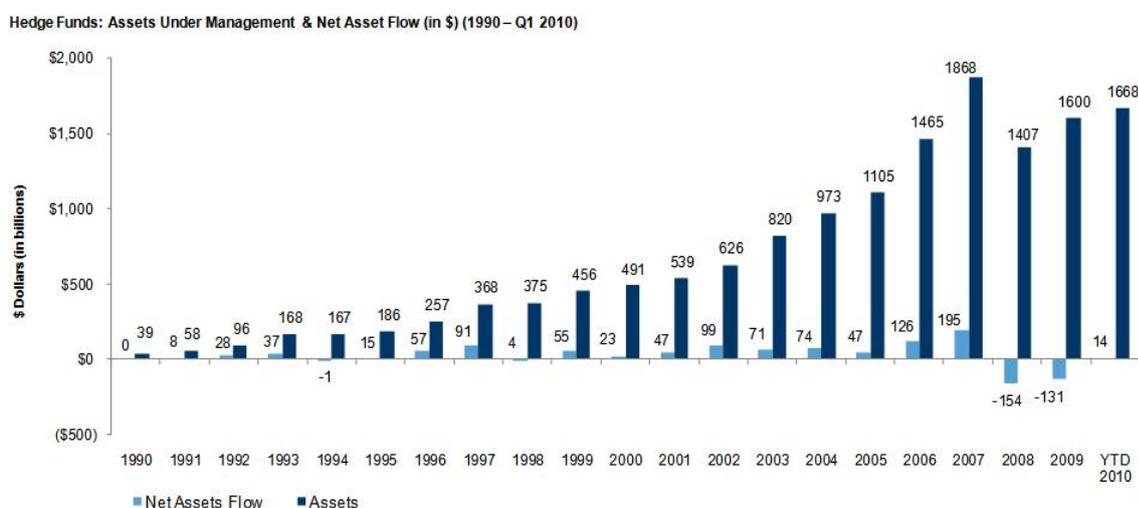


Figura 2.6.1.2. Assets Under Management y Flujo Neto de Activos (Q1 2010)
[Hedge Fund Research, 2010]

En la figura 2.6.1.3 se observa que el número de managers que engloba la industria de hedge funds a finales del primer cuatrimestre de 2010 supera

³⁶ [Hedge Fund Research, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

ligeramente los 9 mil por debajo del pico máximo histórico que hubo a finales del 2007.

El total de AUM creció en USD 28,2 billones durante el mes de Octubre de 2010, llevando el tamaño de la industria a los USD 1.688 billones mencionados anteriormente. La mayor parte de las ganancias generadas estuvieron basadas en el crecimiento en la performance, el sector también atrajo capital por cuarto mes consecutivo con un saldo neto positivo en el flujo de activos de USD 10,2 billones. La figura 2.6.1.4 muestra el flujo mensual de activos de la industria de los hedge funds desde Diciembre de 2008 hasta Septiembre 2010.³⁷

Estimated Number of Global Hedge Funds (1990 – Q1 2010)

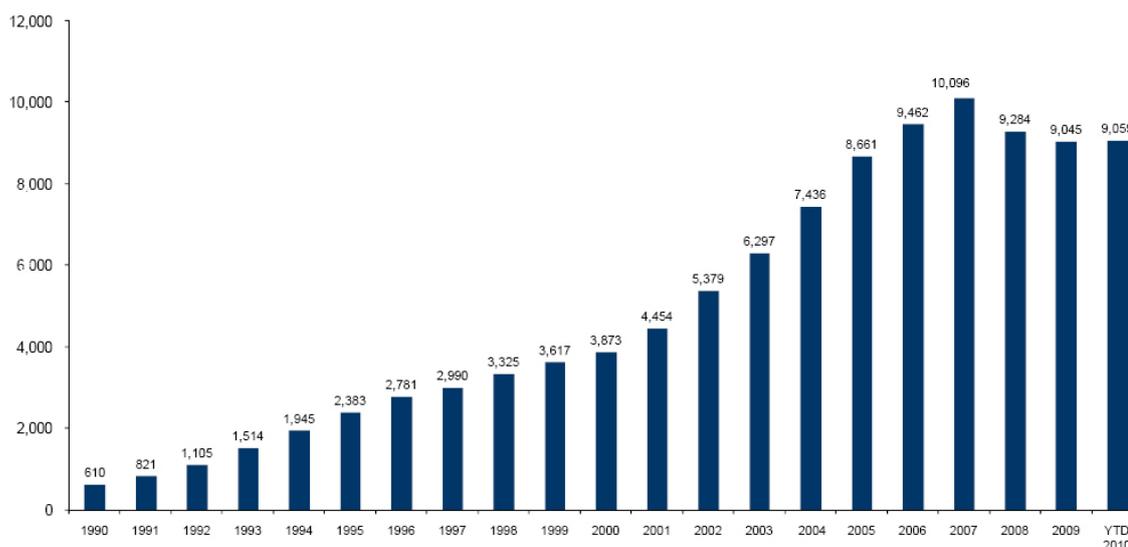


Figura 2.6.1.3. Numero Estimado de Hedge Funds Globales (Q1 2010)
[Hedge Fund Research, 2010]

³⁷ [Eurekahedge, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

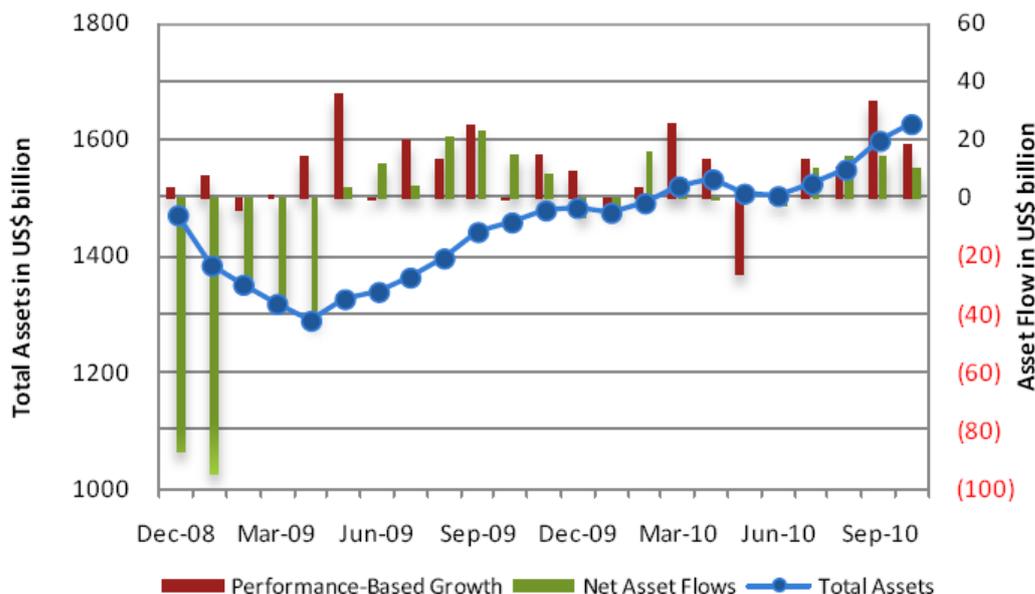


Figura 2.6.1.4. Flujo Mensual de Activos Dic. 2008 – Sep. 2010
[Eurekahedge, 2010]

Highlights

- Los hedge funds atrajeron USD 61 billones durante los diez primeros meses de 2010, llevando la industria de los hedge funds a USD 1,68 trillones por encima del nivel de Octubre 2008.
- Fuerte actividad de lanzamiento se ha producido durante los primeros tres trimestres del 2010, con más de 600 fondos lanzados durante el año.

2.6.2. Distribución geográfica de los hedge funds

Los hedge funds norteamericanos, que componían tres cuartos del total de la industria global de los hedge funds en 2004, fueron testigos de una caída del 8% de su *market share* durante los últimos 6 años, teniendo actualmente los activos de la región un valor de USD 880 billones. Esto se puede atribuir principalmente al hecho de que más y más hedge funds han expandido sus horizontes a nuevas regiones durante los últimos años con el objetivo de

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

aprovechar los beneficios otorgados por el robusto crecimiento de otros mercados, especialmente los mercados emergentes como aquellos en Asia y Latinoamérica.



Figura 2.6.2.1. Distribución Geográfica de los Hedge Funds
[Eurekahedge, 2010]

Además, con la reciente incertidumbre y turbulencia en los mercados y economías subyacentes, los inversores han preferido invertir en fondos de mandato “Global”, para de esta manera diversificar sus inversiones geográficamente y por ende minimizar sus riesgos. Mientras que las inversiones diversificadas en estos fondos “Globales” a lo largo de otras regiones produjeron una disminución en el *share* de activos invertidos en Estados Unidos, las otras regiones se vieron favorecidas obteniendo un aumento en su *share* de activos.

Japón, es la única otra región que ha experimentado una pérdida de *market share* durante el período bajo consideración reduciéndose el mismo a la mitad. La razón principal radica en que los hedge funds japoneses han tenido un desempeño inferior en comparación a otros fondos desde el final de su mercado en alza en 2005. Los activos en los fondos japoneses se han reducido desde USD 33,6 billones a fines de 2005 a USD 13,1 billones a mediados de 2010³⁸.

³⁸ [Eurekahedge, 2010]

2.6.3. Cambios en el mix de estrategias de los hedge funds

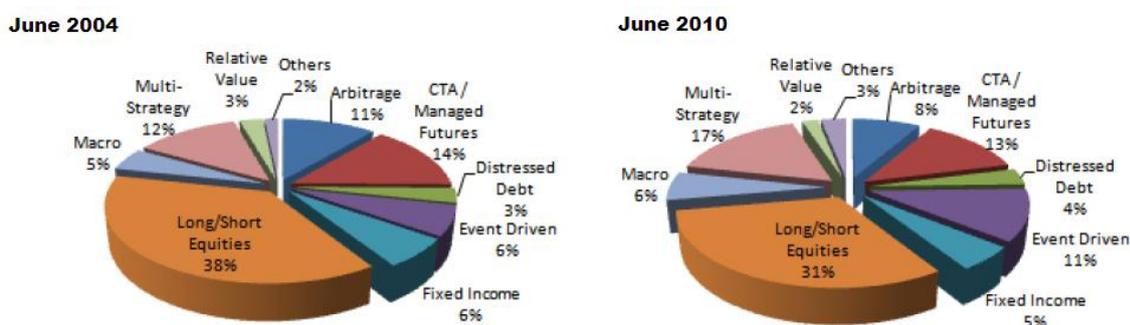


Figura 2.6.3.1. Cambios en el mix de estrategias de los Hedge Funds [Eurekahedge, 2010]

Entre los distintos mandatos estratégicos, solo unos pocos vieron cambios notables en su *market share* durante los últimos seis años. Los *long/short equity* funds perdieron 7% de su *share* durante el período, principalmente porque algunas estrategias ganaron popularidad durante los últimos años (particularmente en mercados emergentes) y en parte debido a el hecho de que los mercados de capitales se vendieron agresivamente durante el 2008 por lo que los *long/short* managers sufrieron grandes pérdidas mientras enfrentaban retiros de inversiones en el mismo año.³⁹

Los managers del tipo *multi-strategy*, por el contrario, vieron un incremento del 5% en su *market share*, el cual en parte puede ser atribuido al factor de que los inversores eligieron diversificar su capital a lo largo de los distintos tipos de activos durante los últimos dos años debido a la persistente incertidumbre de la economía global. Los *event driven* managers fueron testigos también de un incremento similar en su *market share*, el cual subió desde un 6% a un 11% durante el período en cuestión.

³⁹ [Eurekahedge, 2010]

3. LOS HEDGE FUNDS EN LATINOAMÉRICA

En este capítulo, se hará foco en la industria de los hedge funds en Latinoamérica. Desde sus comienzos hasta la actualidad, mostrando sus características particulares en la región, requerimientos operacionales, riesgos, oportunidades y desarrollo futuro.

3.1. Comienzos de los hedge funds en la región

La historia de este tipo de fondos en Latinoamérica tiene sus inicios en los planes de estabilización económica que mitigaron la hiperinflación de los 1990s en la región. Estrategias de inversión sofisticadas necesitan de instituciones en funcionamiento, normalidad político-económica y reglas estables. El primer hedge fund latino local apareció en Brasil a mediados de los 1990s, luego de la implementación exitosa del “Plan Real”⁴⁰.

Se pueden identificar cuatro eventos, sucesos o hitos para el desarrollo de la industria de los hedge funds en Latinoamérica:

- El fin de la hiperinflación a comienzos de los 1990s y el crecimiento de bancos de inversión locales bien desarrollados con perfiles de riesgo agresivo. En ese momento, las mesas de operaciones directas de titulares o *proprietary trading desks*⁴¹ funcionaban como verdaderos hedge funds, teniendo un impacto notable en los volúmenes y los precios, sin embargo existían algunos pocos managers independientes. Al mismo tiempo hubo una transferencia tecnológica substancial por parte de los bancos extranjeros a los locales.

⁴⁰ Conjunto de medidas adoptadas para estabilizar la economía brasileña a principios de 1994.

⁴¹ La negociación por cuenta propia es algo que un banco de inversión hace con su propio dinero, no el dinero de otro. La mesa de negociación por cuenta propia es la organización dentro del banco que hace el *trading*.

- Luego de la crisis en Rusia y Asia (1997/98) hubo una consolidación tanto de las industrias de hedge funds, como de *mutal funds*, y un fortalecimiento del sistema bancario el cual llevo a una reducción general del *leverage* y el riesgo sistemático en el sistema financiero.
- La reducción de las operaciones de los bancos de inversión extranjeros en las pre-elecciones de Brasil (2002) dispararon una nueva camada de managers, quienes transfirieron sus conocimiento y habilidades a firmas de hedge funds independientes.
- La fortaleza económica derivada del flujo de commodities incremento el interés global en los mercados emergentes, al mismo tiempo que una búsqueda global de capacidad y talento para invertir comenzó a atraer capital internacional a los hedge funds de Latinoamérica. El crecimiento vigoroso y continuo de la demanda domestica creó un rápido aumento de los grupos lideres de hedge funds.

Luego de 1999, la tasa de crecimiento en términos de activos y cantidad de managers se incremento alcanzando en 2007 los 135 managers con productos *offshore* dedicados enteramente a Latinoamérica. Es una nueva industria: ya que al menos 80 managers establecieron su negocio luego de 1999.

Otro factor importante que condujo el crecimiento de la industria fue la reducción gradual de las tasas de interés reales, más pronunciadas en los últimos años. La disminución de los retornos esperados de las inversiones de renta fija sumada a los históricamente pobres retornos de los mercados de renta variable, provoco que tanto individuos con alto patrimonio neto como los

inversores institucionales cambien una parte sustancial de su riqueza de las tradicionales inversiones de largo plazo a los hedge funds.⁴²

3.2. Características del mercado Latinoamericano

3.2.1. El Mercado Latinoamericano y su entorno

El mercado de capitales Latinoamericano ofrece liquidez, intensidad y volatilidad, un buen marco para los managers de los hedge funds. Los mercados más líquidos son los de renta fija (bonos, *cash*, derivados), incrementándose tanto lo *onshore* como lo *offshore*, con curvas de rendimiento relativamente largas (hasta 30 años en Brasil y México), con una variedad de activos y sus derivados. El balance del mercado de valores de renta fija esta cambiando hacia los instrumentos *onshore*, ya que algunos países latinos como Argentina y Brasil, utilizaron la liquidez de los commodities para retirar dólares. Varios años de mercado alcista, en los mercados emergentes resultaron en una rápida expansión en la emisión de acciones. Las exenciones de impuestos para los inversores extranjeros en los instrumentos de deuda *onshore* de Brasil fueron implementados por el gobierno de ese país con el objetivo de impulsar la liquidez de esos instrumentos.

- *Monedas:* Las monedas latinoamericanas no son totalmente convertibles todavía, pero con algunas excepciones, existe una buena liquidez en los mercados spot y futuros. Todas las monedas de la región, están actualmente en un régimen de flotación que reduce significativamente las chances de tener importantes devaluaciones en un futuro.
- *Acciones:* Grandes capitales son líquidos, especialmente los ADRs⁴³ (*American Depositary Receipt*) comercializados en los Estados Unidos.

⁴² [GFIA, 2009]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

Para algunos países latinoamericanos, la rotación de los ADRs sobrepasa la de las acciones locales comercializadas por un amplio margen. Además, la reestructuración y consolidación que tuvo lugar luego del ciclo de privatización abrió las puertas a las estrategias del tipo *event-driven* y *capital structure arbitrage*, este espacio continua abierto con un constante incremento de la actividad corporativa. Se está produciendo un incremento del rol de los mercados de capitales en la región debido a dos factores esenciales, el crecimiento cada vez más evidente de Latinoamérica y una menor atracción hacia las inversiones de renta fija provocado un decaimiento en sus tasas de retorno cada vez mayor.

- *Derivados*: Algunos intercambios de futuros y derivados locales se encuentran entre los más líquidos del mundo. Los contratos más comercializados en la región son del tipo de tasas de interés locales, futuros FX⁴⁴ (*Foreign Exchange Future*) y opciones en Brasil (BM&F - Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros), deuda local y peso mexicano en México, commodities agrícolas, futuros de acciones y derivados OTC (*Over The Counter*) en el resto de la región.

3.2.2. Organización y Personas

Organizacionalmente, en promedio los hedge funds en Latinoamérica son similares a sus pares de Estados Unidos, Europa o Asia. Normalmente los fondos son gerenciados por pequeñas (en términos de *headcount*) empresas asesoras o consultoras, lideradas por pocos directores, en donde la parte de inversiones está claramente separada de la de los clientes y operaciones.

⁴³ Un ADR es un certificado negociable que representa la propiedad de un número específico de acciones de una compañía no estadounidense. Se utiliza para facilitar las transacciones de ese tipo de acciones en los mercados estadounidenses y agilizar la transferencia de una acción fuera de los Estados Unidos.

⁴⁴ Mercado de cambio de divisas. Es, el mercado en donde se compran y venden divisas.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

Como la mayoría de los managers tienen experiencia previa en importantes entidades de inversión tanto locales como estadounidenses o en administración del portfolio propio, el entrenamiento profesional y las habilidades de inversión son fuertes y poseen un estándar global.

Sin embargo, más del 50% de las fallas en los hedge funds se deben a problemas operacionales y Latinoamérica no es excepción. Existieron casos voluntarios e involuntarios de manipulación de precios, mal manejo de acciones, incumplimiento del mandato de inversión y falta de *compliance*, lo cual llevo a la terminación de algunos hedge funds. La tasa de mortalidad es aproximadamente comparable con la de los mercados desarrollados, de alrededor de un 10% por año.

Por ende el riesgo operacional es tan importante en Latinoamérica como en cualquier región, exacerbado por la relativa juventud de la industria. Todo inversor debe siempre prestar mucha atención a como esta estructurado el hedge fund, como es incentivado el personal, que tan efectiva y eficientemente son utilizados los sistemas para el manejo del riesgo y cuan sano es el cumplimiento del marco.

En término de proveedores de servicio, la mayoría de los fondos *offshore* y *onshore* utilizan administradores y custodios de vasta experiencia en la región ya sean locales o internacionales. En general el estándar de los administradores de hedge funds en esta región es visiblemente mejor que en Asia. No existen conflictos de interés dado que el administrador y el *prime broker* pertenecen normalmente a empresas distintas.

Los managers no invitan usualmente a los directores no ejecutivos a las juntas del fondo, esto es un fenómeno cultural y no una problemática. Actualmente, dado que es una región en la cual la industria está todavía desarrollándose y en crecimiento se puede considerar que los managers no responden con la

velocidad y la precisión deseada a los inversores las consultas o pedidos para obtener la información necesaria para el desarrollo del proceso de *due diligence*, esto irá cambiando con el paso del tiempo a medida que los managers de la región se vayan familiarizando con los requerimientos de los sofisticados clientes globales.

3.2.3. Características específicas de los hedge funds en Latinoamérica

Los managers de Latinoamérica operan en una región en donde los mercados son inherentemente ineficientes. Las fuentes de dicha ineficiencia radica en los mercados de capitales locales y su subsecuente volatilidad continuara aunque las acciones se comercialicen en los hedge funds.

Más importante aún, la volatilidad derivada del la ineficiencia del mercado, provoca que el *leverage* sea menos crucial para los managers de la región de lo que lo es para aquellos que operan en los mercados desarrollados. Este es un fenómeno que se puede observar a lo largo de todos los mercados emergentes.

En las estrategias del tipo *fixed-income arbitrage*, por ejemplo, un hedge fund normalmente construye posiciones equivalentes a 2-5 veces el NAV (*Net Asset Value*) para poder sacar provecho de las oportunidades en las curvas de rendimiento locales u *offshore*, lo cual es un *leverage* sustancialmente menor a de un mercado desarrollado. Pero mientras el *leverage* es menor, la volatilidad es mayor lo que significa que el riesgo sistemático sigue presente y por lo tanto el riesgo total es comparable con el de las estrategias de los mercados desarrollados (G7⁴⁵).⁴⁶

⁴⁵ Se denomina **G7**, a un grupo de países industrializados del mundo cuyo peso político, económico y militar es muy relevante a escala global. Está conformado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

⁴⁶ [GFIA, 2009]

La transición desde las inversiones tradicionales a los hedge funds ocurrió en una forma más abrupta que en otras partes del mundo. Una posible explicación de esto recae en la escasez de managers realmente buenos en la región, esto es especialmente verdadero para el universo de las acciones, la mayoría de los fondos activos son fondos índice mejorados y por ende es difícil encontrar profesionales con la larga experiencia que caracteriza a los buenos managers de acciones.

3.2.4. Marco Regulatorio

En términos de regulación, los fondos *onshore* y *offshore* pertenecen a mundos muy diferentes.

Los fondos *offshore* tienen los mismos grados de libertad que lo más reconocidos fondos de este estilo estadounidenses y europeos. Son constituidos normalmente como compañías *mutal fund* o compañías de inversión en las Islas Caimán, Bermudas o las Islas Vírgenes Británicas, y tienen un asesor de inversiones con base *onshore*. Son instrumentos de inversión flexibles, el único riesgo adicional que no está presente en la mayoría de los hedge funds *offshore* es el de la convertibilidad para la porción de activos ubicados *onshore* para comprar activos locales o para obtener márgenes comerciales en los intercambios locales.

El mercado latinoamericano de hedge funds *onshore* es dominado por Brasil, en donde se encuentran numerosos proveedores de servicios y al mismo tiempo posee uno de los marcos regulatorios mejor concebido y más sofisticado del mundo. La mayoría de los fondos tienen liquidez diaria, inclusive aquellos de liquidez mensual reportan el NAV en forma diaria. Los hedge funds de tipo *onshore* están bajo la misma legislación que los *mutual funds*, pero con correcciones contables para cuestiones específicas relacionadas con los hedge funds (como lo son el uso de *leverage*, si el fondo

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

puede tener NAV negativo debido a pérdidas, etc.). La CMV (Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil) supervisa toda la industria de *mutual funds* la cual incluye los hedge funds y monitorea el *leverage* de los mismos y sus portfolios diariamente. Los fondos *onshore* son obligados a publicar sus posiciones lo cual es una herramienta útil para los inversores.

Resumiendo, un inversor tendrá en general las mismas preocupaciones cuando invierta en un hedge fund *offshore* en Latinoamérica que en uno de Estados Unidos o Europa. En cuanto a los hedge funds *onshore*, un potencial inversor deberá prestar más atención al riesgo de convertibilidad mientras que el riesgo regulatorio y sistemático (debido al *over-leverage* de los hedge funds o el no cumplimiento de las obligaciones) son de algún modo menores comparados con los de cualquier fondo en cualquier otra parte del mundo.

A pesar de haber sufrido algunos contratiempos en el 2008 debido al flujo neto de activos negativo, los hedge funds en Latinoamérica tuvieron un muy buen desempeño en 2009 y 2010, lo cual renovó la confianza en los inversores de que la industria de hedge funds en la región posee bases sólidas.

No ha existido un sólo caso de fraude en la región, en parte porque las regulaciones requieren de proveedores de servicio independientes y asesoramiento de riesgo externo para los hedge funds domésticos o locales. La confianza en la industria es demostrada por el hecho de que en términos porcentuales, el flujo neto hacia los fondos *onshore* ha superado en los últimos ocho meses el flujo neto hacia los *offshore*.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

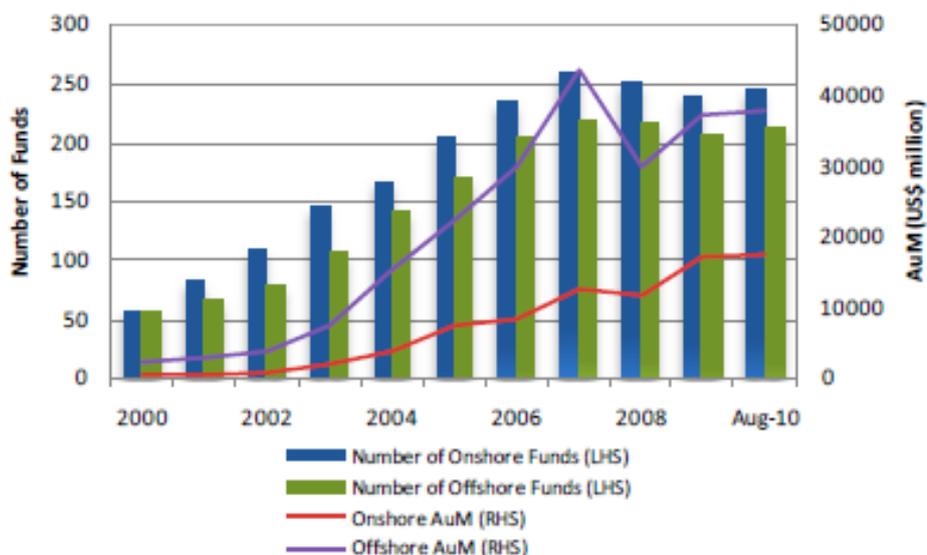


Figura 3.2.4.1. Crecimiento de la Industria de fondos Onshore y Offshore en Latinoamérica [Eurekahedge, 2010]

3.2.5. Estrategias de la región

La mayoría de las estrategias de hedge funds están representadas en la región. Sin embargo, algunas de ellas como *convertible arbitrage*, *event-driven* y *options arbitrage*, son sub estrategias entre hedge funds pero no están generalmente representadas por sí solas en un fondo. Los estilos dominantes o más utilizados de estrategias son del tipo de *multistrategy*, *long/ short equity* y *macro*.

La alta volatilidad de las últimas décadas ayudo a exacerbar los ciclos económicos y acentúo los “ciclos de estrategia”. En otras palabras, en un mercado volátil como el latinoamericano, las estrategias son más volátiles y cambian más frecuentemente que en los mercados desarrollados.

Dada estas circunstancias, la manera más eficiente de aprovechar el cambio constante de oportunidades en la región, es tener un mandato de inversión

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

flexible (*multistrategy* y *macro*) que permita al manager utilizar cualquier estrategia que proporcione las mejores oportunidades en cualquier momento.

Una cantidad importante de managers comercializan *distressed securities*, se pudo observar un resurgimiento de este tipo de managers luego de múltiples eventos crediticios como el default en Argentina y Ecuador, y la devaluación en Venezuela y Brasil. Estos managers normalmente comercializan instrumentos de deuda, predominantemente bonos de tasa fija, por lo general tienen base fuera de la región y tienden a ser inversores globales con una asignación en Latinoamérica.⁴⁷

Por último, hay unos pocos managers con base en la región pero que responden a un mandato global. Estos son los managers macro, quienes despiertan el interés de los inversores globales por su conocimiento y perspectiva diferente para comercializar en la región.

3.2.6. Localización y Domicilios

La mayoría de los managers tienen base en la región, en Brasil (San Pablo, Rio de Janeiro) y Argentina (Buenos Aires). Nueva York y Londres atraen nombres importantes de la industria especialmente porque muchos de los formadores de los *traders/ portfolio managers* de mercados emergentes están ubicados en esos centros. Desde fines de los 1990s, varias de las mesas de dinero de los grandes bancos americanos y europeos dedicadas al *trading* financiero, fueron cerradas y en su lugar se abrieron mesas para el *trading* financiero en Latinoamérica. En consecuencia muchos traders abandonaron los bancos e incrementaron el aporte de profesionales bien entrenados con experiencia en Latinoamérica.

⁴⁷ [Eurekahedge, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

Alrededor del 90 % de los fondos *onshore* de la región tienen base y domicilio en Brasil, mientras que los fondos *offshore* muestran una distribución mucho más global como se puede apreciar en la figura 3.2.6.1. Los managers de éstos últimos están localizados en el Reino Unido y los Estados Unidos, que en conjunto acaparan alrededor del 50% de los fondos.

Un punto clave a resaltar es que en Brasil se encuentra el 32% de los fondos que poseen domicilio *offshore*, dado que Brasil por sí sola representa la economía más grande de Latinoamérica y los managers prefieren tener cierta proximidad geográfica a sus inversiones en la región para un mayor control de sus portafolios, dicho desarrollo no es casual. Brasil proporciona fuente continua de inversores en conjunto con un número creciente de talentosos y experimentados proveedores de servicios.⁴⁸

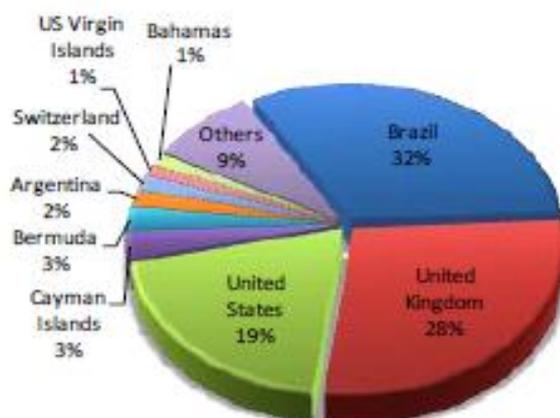


Figura 2.2.6.1. Ubicación de oficinas por número de fondos Offshore
[Eurekahedge, 2010]

⁴⁸ [Eurekahedge, 2010]

3.2.7. *Tamaño*

El tamaño varía a lo largo del espectro de estrategias, pero los fondos macro son notablemente más grandes que el resto de las estrategias.

Se ha producido un crecimiento constante en el tamaño promedio de los hedge funds en Latinoamérica. Esto se debe principalmente a un incremento en la preferencia por los mercados emergentes, y una presencia cada vez mayor de managers con experiencia en la región.

Otro factor que afecta la composición de los hedge funds en Latinoamérica en términos de tamaño es que el mismo ha ido variando en función del total de activos de la industria. Si bien, como se puede observar en la figura 3.2.7.1, la distribución actual es similar a la del 2006, la principal diferencia es el incremento de un 10% en los pequeños hedge funds los cuales manejan menos de USD 50 millones. Este grupo representa aquellos managers que fueron testigos de los importantes retiros de inversión producidos entre 2008-2009 así como también el lanzamiento de nuevos hedge funds en el mismo período.⁴⁹

⁴⁹ [Eurekahedge, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

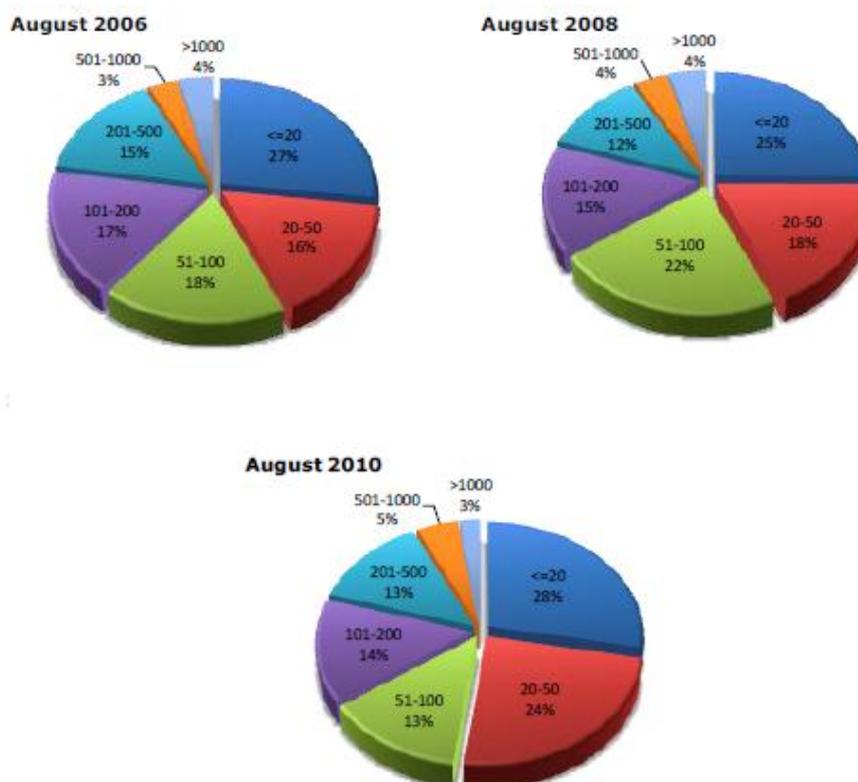


Figura 3.2.7.1. Tamaño de fondos en Latinoamérica
[Eurekahedge, 2010]

3.2.8. Estructura de comisiones en la región

Mientras se produjo una tendencia de *fees* más bajos a lo largo de todas las regiones entre 2009-2010, los hedge funds en Latinoamérica no han producido cambios drásticos en la estructura de sus comisiones. Si bien en 2009, los fondos que se iniciaban en la industria bajaron sus *fees* en línea con el reclamo de los inversores, el *performance fee* promedio de los fondos lanzados en 2010 volvió ser del 20%.⁵⁰

⁵⁰ [GFIA, 2010]

3.3. Tendencias claves de los hedge funds en Latinoamérica

3.3.1. Crecimiento y actualidad de la industria de hedge funds

El 2010 hizo a la industria de los hedge funds de Latinoamérica emerger como uno de sectores más dinámicos de la industria global de hedge funds. Mientras que en la mayoría de las regiones el performance y el crecimiento se mantuvieron lentos o registraron caídas marginales, los fondos en Latinoamérica siguieron proporcionando retornos consistentes a los inversores. En promedio los managers latinoamericanos han observado solamente dos instancias de retornos marginales negativos en los últimos 23 meses, la figura 3.3.1.1 muestra los registros de los activos de la industria desde Enero 2009.

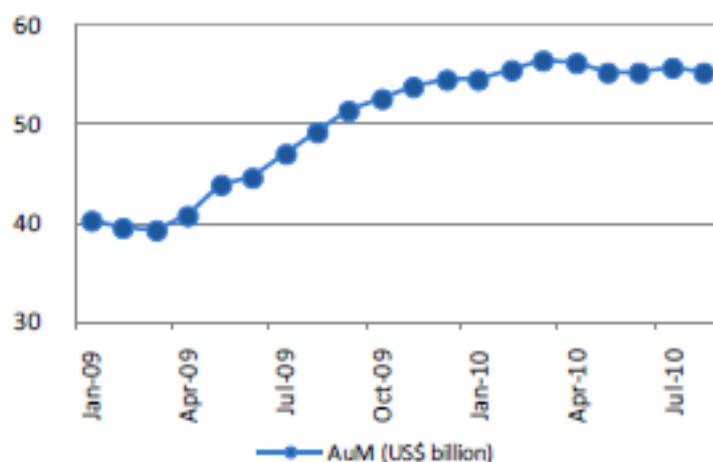


Figura 2.3.1.1. Crecimiento de los activos en Latinoamérica desde Enero de 2009 [Eurekahedge, 2010]

El neto de AUM (*Asset Under Management*) en lo hedge funds de la región creció hasta alcanzar los USD 55,4 billones a fines de Agosto de 2010, esto se traduce en un incremento del 18% en activos netos en 18 meses. La figura 3.3.1.2 muestra el crecimiento la industria de los hedge funds en Latinoamérica a lo largo de la última década. Mientras que el número total de fondos en la

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

región se cuadruplico desde el 2000, los AUM se incrementaron en más de veinte veces en el mismo período.

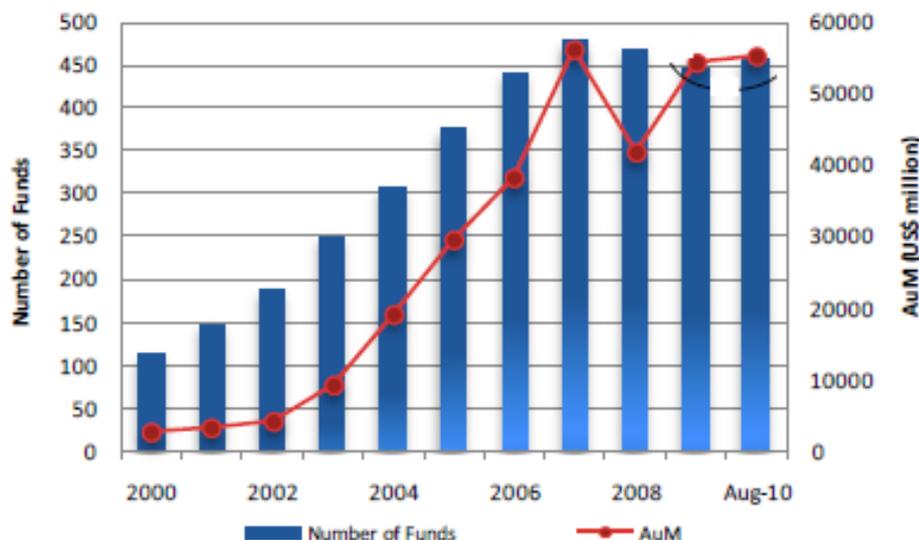


Figura 3.3.1.2. Crecimiento de la industria en Latinoamérica en la última década [Eurekahedge, 2010]

El crecimiento en los activos de la industria levanto incrementalmente luego del 2003, registrando un incremento tres veces mayor desde el 2004 al 2007. Este sorprendente crecimiento es el más alto entre las principales regiones de hedge funds.

Si bien los fondos en Latinoamérica se vieron afectados por la crisis crediticia y financiera global, los managers de la región entregaron una protección admirable durante este periodo con un promedio de pérdidas del 4,79% en un momento en el que el promedio global era del 10,87%. Teniendo en cuenta que el total de activos disminuyó en un 25% en 2008 y el primer cuatrimestre de 2009, debido al record de abandonos de hedge funds, la industria mostro una recuperación notable desde entonces. Sólo en 2009, los managers otorgaron

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

retornos masivos del 28,02%, al mismo tiempo que captaron USD 9,2 billones en los últimos tres cuartos del año.⁵¹

En la figura 3.3.1.3 se puede observar el crecimiento en los fondos de la región y los hedge funds globales debido al flujo de activos desde Enero de 2008. Comparados contra los hedge funds globales, la tasa de crecimiento en los fondos fue alrededor de un 20% superior ya que los inversores buscaron una diversificación de las regiones de hedge funds tradicionales en los comienzos de la crisis financiera. Además del creciente interés de los inversores globales, los inversores locales aportaron un importante capital para la industria.⁵²

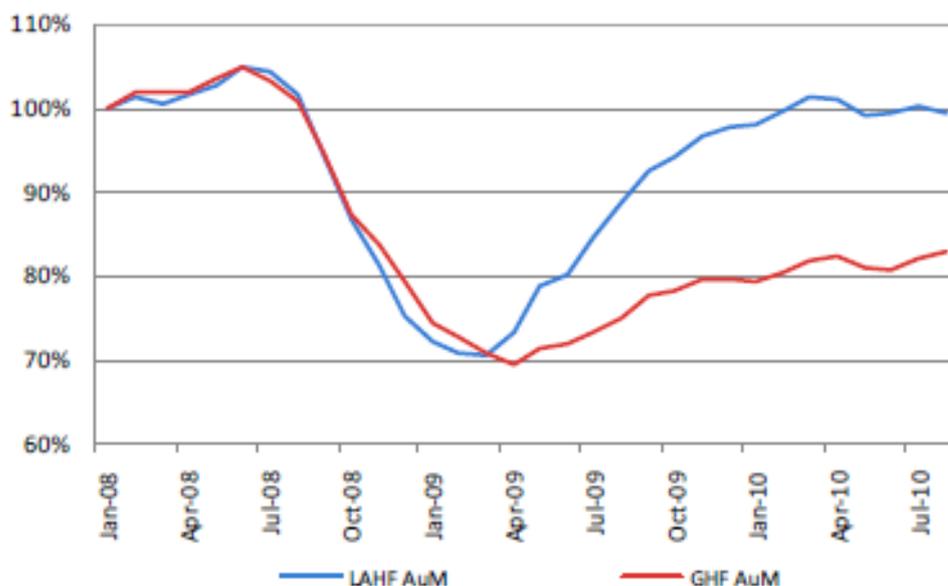


Figura 3.3.1.3. Flujo de activos en los hedge funds de Latinoamérica vs. hedge funds globales [Eurekahedge, 2010]

Un factor importante a tener en cuenta cuando se analiza la industria de hedge funds en Latinoamérica es la diferencia entre los fondos *onshore* y *offshore*. Los fondos *onshore* de la región como se mencionó anteriormente están establecidos en Brasil, la economía más grande de la región, y denominados en reales brasileños. Los controles estrictos que regulan el flujo de capital hacia

⁵¹ [Eurekahedge, 2010]

⁵² [Eurekahedge, 2010]

dentro y fuera del país favorecen el desarrollo de un amplio mercado de fondos locales. Los inversores deben establecer cuentas especiales, pagar impuestos adicionales, y todas las transacciones deben pasar por el banco central.

Ambos fondos en Latinoamérica, *onshore* y *offshore*, han sido testigos de un continuo crecimiento durante la última década. La necesidad de diferenciar entre hedge funds *onshore* y *offshore*, radica en que al estar la mayoría de los *onshore* establecidos en Brasil y denominados en reales, conllevan altas tasas de interés, por lo tanto generan retornos más altos que los fondos *offshore*, los cuales están normalmente denominados en dólares o en otras monedas importantes.

Mientras que los fondos *offshore* conforman una proporción de AUM en Latinoamérica más amplia, la tasa de crecimiento de los hedge funds *onshore* ha sido mayor en los últimos tiempos. Antes de la crisis financiera, individuos con un alto patrimonio en la región tenían preferencia por las estructuras de fondos *offshore* debido a los incentivos impositivos, sin embargo a raíz de una búsqueda de mayores regulaciones, los fondos *onshore* comenzaron a generar una mayor demanda. Los managers de estos fondos no sólo recuperaron todos los activos que fueron retirados en 2008, sino que el tamaño actual de la industria es de USD 17,2 billones⁵³.

3.3.2. Performance por tamaño de fondo

El desglose de la performance por tamaño de fondos de Latinoamérica en la figura 3.3.2.1 muestra algunas tendencias interesantes. Mientras que los fondos a lo largo de todas las categorías de tamaño entregaron buenos retornos en 2010, los fondos más grandes han superado a sus pares más pequeños, ganando en promedio un 4,58%. Esta tendencia se extiende también a las cifras de los retornos de los 12 meses y los 3 años anualizados, donde los

⁵³ [Eurekahedge, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

hedge funds de mayor tamaño han otorgado mayores retornos que los medianos y pequeños fondos de Latinoamérica. Adicionalmente, esta gran performance propició un aumento en la incorporación de inversores, en la actualidad los 50 hedge funds top de Latinoamérica representan más del 70% de los activos de la industria⁵⁴.

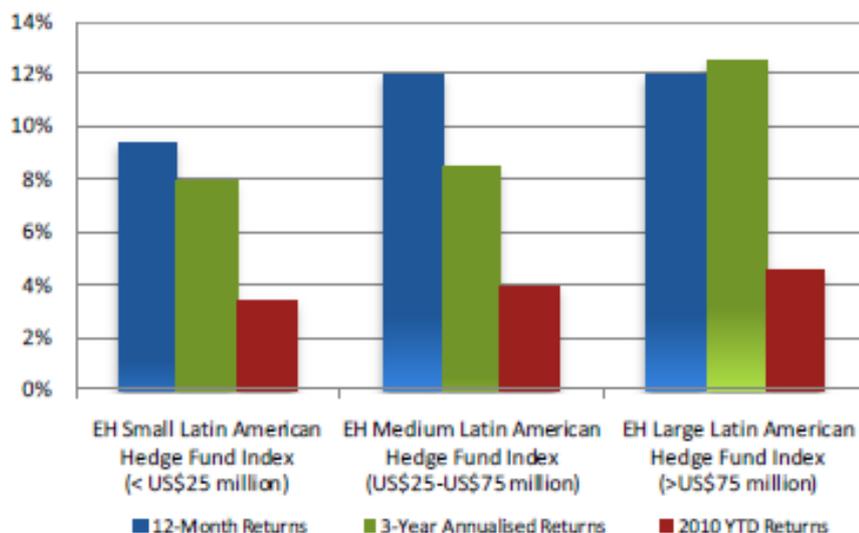


Figura 3.3.2.1. Performance de los hedge funds en Latinoamérica por tamaño [Eurekahedge, 2010]

A continuación se enumeran algunas de las razones que explican estas tendencias:

- Los managers con mayor base de activos están en una posición más fuerte para obtener mejores acuerdos con los *prime brokers* (i.e, negociado de menores costos de transacción), y por lo tanto, colaborar con el desempeño futuro.
- El retiro de unos pocos inversores no obliga a los managers a liquidar potenciales posiciones ganadoras.

⁵⁴ [GFIA, 2010]

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- Las revistas financieras y los medios tienden a informar más sobre los hedge funds grandes, proporcionando una mayor exposición y marketing.
- Mayores presupuestos de marketing, por ende, la habilidad de atraer más capital.

3.4. Requisitos Operacionales

Para comenzar un hedge fund en la región es importante tener en cuenta una serie de requisitos operacionales claves para el establecimiento y el soporte de este tipo de fondos en Latinoamérica, los mismos son de gran utilidad para preparar y construir la infraestructura necesaria. Estos requisitos tienen como objetivo cubrir toda la región, teniendo en cuenta que Brasil es el mercado insignia de la misma.

A continuación se enumeran dichos requerimientos y su respectiva explicación:

1) Diseñar el vehículo óptimo basado en los atributos clave del fondo, las regulaciones locales y las eficiencias fiscales

Una vez que el manager ha identificado los atributos clave de fondos y los instrumentos que se comercializaran, es importante que comprendan completamente todas las regulaciones locales y los requisitos impositivos. El tipo de estrategia de inversión y los instrumentos que el fondo comercializa como los futuros, acciones, derivados, etc. pueden resultar en un mayor o menor grado de carga impositiva. El tipo de financiación (local o externa) y la estructura de los fondos (*leveraged* ó *unleveraged*) pueden también resultar en graves consecuencias impositivas y deben ser tenidos en cuenta con el fin de maximizar los retornos.

Un manager operando un fondo *offshore* debe optar por operar un vehículo *onshore* en Brasil, pueden hacerlo de dos maneras: directamente a través de un *prime broker* o a través de una Cuenta 2689, estas cuentas fueron establecidas por el CMN (Consejo Monetario Nacional) en el año 2000 mediante la Resolución 2689. Permiten a los no residentes invertir en los mercados financieros y de capitales en Brasil, y debido a los beneficios

fiscales, son la forma más ventajosa para los *traders* activos para acceder al mercado brasileño. La actividad de *trading* a través de una Cuenta 2689 en acciones, dividendos en efectivo y capitales de riesgo está exenta de impuestos.

Con el fin de aprovechar estos beneficios, un fondo tiene la obligación de designar representantes fiscales y legales en Brasil, y también un custodio local. Por lo general, un banco establecido es elegido para cumplir con las tres funciones. Para ser considerado un agente exento de impuestos, un inversor extranjero tiene que cumplir con inversiones directas en: bonos federales del gobierno, acciones de renta fija de los *mutual funds* estructuradas exclusivamente para los inversores extranjeros y compuestas por un mínimo del 98% de deuda pública federal, acciones de las nuevas empresas de fondos de inversión y participaciones específicas en fondos de inversión.

Es común que los gobiernos de Latinoamérica fomenten las inversiones extranjeras a través de las acciones de los bancos centrales de cada país. Por ejemplo, no hay restricciones a las inversiones extranjeras en Chile o México. Sin embargo, otros países de la región han instalado distintas regulaciones que el manager del fondo debe tener en cuenta. Brasil ha establecido recientemente el impuesto sobre las transacciones financieras (IOF) - hasta el 1,5% del importe nominal de los instrumentos de renta fija (todos los demás títulos están exentos de impuestos). En Argentina todo el dinero del exterior, dependiendo de la finalidad de la inversión, equivalente al 30% de la inversión total puede ser congelado en una cuenta bancaria e inmovilizado por un año. En Venezuela, las inversiones extranjeras se pueden hacer a través de la moneda nacional solamente y en un entorno regulado y restringido. Venezuela también ha mantenido un tipo de cambio fijo desde 2002, mientras que la mayoría de la región tiene un régimen de flotación.

2) Diseñar una estructura master-feeder y luego elegir el domicilio óptimo para el fondo

Una estructura *master-feeder* se suele utilizar para la capturar los activos de los inversores de hedge funds basados dentro o fuera de EE.UU, de una manera eficiente desde el punto de vista impositivo, de. Los *onshore* y *offshore feeders* se establecen e invierten directamente en el *master fund*, donde toda la actividad de *trading* tiene lugar. Inversores de EE.UU. colocan sus activos en el *feeder* domestico, mientras que inversores fuera de EE.UU. e inversores de EE.UU. exentos de impuestos invierten en el *offshore feeder*.

En la búsqueda de una ubicación óptima para el domicilio del fondo, es importante reconocer que una jurisdicción puede ser más ventajosa que otra en función del país donde se llevará a cabo el *trading*. Incluso en el caso en que varios domicilios se acepten, un domicilio puede ser más conveniente en términos fiscales que otro, por lo que es importante explorar todas las opciones. Los domicilios más comunes son las Islas Caimán, Bermuda, las Islas Vírgenes Británicas, Bahamas, Dublín y Luxemburgo. Cada uno ofrece diferentes beneficios y costos para los managers de los fondos.

Por lo general, los managers de fondos de estrategia única que operan en Latinoamérica eligen las Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas, Bermudas y otros lugares del Caribe que tienen menores costos y un marco normativo más ligero que los domicilios europeos como Luxemburgo o Dublín. En particular, se conoce a las Islas Caimán como uno de los domicilios fiscales más bajos del mundo, aunque esto no significa que es menos costo o el más apropiado para un fondo en particular. Antes de iniciar el *trading*, un fondo domiciliado en las Islas Caimán debe estar registrado en el CIMA (*Cayman Islands Monetary Authority*) lo que significa que, entre otras cosas, el fondo debe identificar todos los proveedores de servicio que utilizará y presentar información específica del fondo y los títulos que opera. El CIMA debe ser notificado de todos los cambios

sucesivos en lo que a esto se refiere, sin embargo no se requiere presentar informes periódicos ante la autoridad monetaria.

De acuerdo con la legislación brasileña, si el manager del fondo opta por domiciliar el feeder en uno de estos tradicionales paraísos fiscales, o en un país donde los impuestos sean inferiores al 20%, la inversión se grava como a un inversor local, sin tener el beneficio fiscal derivado del mecanismo de 2689. Por esta razón, las jurisdicciones más comunes para el trading de los fondos en Brasil son Delaware y Uruguay.

3) Analizar el costo de llevar a cabo el back office in-house frente al outsourcing con un proveedor del servicio

Tradicionalmente, todo desde el *trading* hasta el soporte *back office* se realizaba *in-house*. Este concepto ha evolucionado dado que los managers de los fondos buscan la estructura más conveniente y rentable para su fondo. El uso de un administrador de fondos independiente para estos servicios puede ayudar a reducir costos y proporcionar a los inversores institucionales un mayor nivel de confort.

Los managers están contratando a administradores con sólidas capacidades de *middle-office* y operaciones, centrándose sólo en la parte de *trading* con el fin de sustituir las grandes y costosas estructuras *in-house* necesarias para proporcionar información a los inversores y las autoridades. Hay varios administradores de fondos que se especializan en estos servicios. Dependiendo del tamaño del fondo, esto suele ser el modelo más rentable, especialmente mientras los activos administrados crecen.

4) Designar los proveedores de servicios clave: administrador del fondo, prime broker, abogados, auditores externos, custodios y proveedores de servicios de IT

Es importante que un fondo que desee operar en Latinoamérica lleve a cabo un exhaustivo proceso de *due diligence* de cualquier proveedor de servicios con quien busque asociarse. Sin embargo, hay una serie de factores que deben tenerse en cuenta que son únicos a los fondos que deseen operar en el extranjero y pueden no ser cubiertos durante el proceso de *due diligence*. Las diferencias en los husos horarios (nombrar proveedores de servicios que pueden manejar la información y proveer soporte al manager del fondo en el momento necesario) y el idioma de la región (español y portugués para Latinoamérica) son ambos importantes. La experiencia local y conocimiento de los instrumentos locales que un proveedor puede ofrecer es aún más deseable. Por último, un fondo debe tener un completo entendimiento de los proveedores de servicios con quien decida asociarse para garantizar que éstos puedan proporcionar de manera efectiva los servicios que el fondo requiere, y proporcionen al mismo un adecuado ajuste cultural.

La selección de un administrador es fundamental, ya que interactúa con los inversores, bancos, *prime brokers* y otros proveedores de servicios con un alto nivel de impacto. También es importante en este sentido: la reputación del administrador del fondo con experiencia en el soporte a fondos en Latinoamérica reflejado en el nivel de confort con los inversores. El administrador debe ser capaz de ofrecer un servicio personalizado de calidad y una amplia cobertura geográfica de escala global. Deben tener la capacidad para atender de manera eficiente nuevos negocios y disponer de los sistemas e infraestructura apropiados para respaldar al fondo.

También es importante seleccionar un adecuado proveedor de datos del mercado, tales como *Bloomberg* o *Reuters* que pueda proporcionar las actualizaciones necesarias en la normativa vigente, y los nuevos instrumentos comercializados en los mercados financieros locales.

En el mercado brasileño, es necesario designar un administrador local registrado en la CVM (*Comisión de Valores Mobiliarios*). Si un fondo tiene planes de comercializar futuros, son también necesarios un *broker* de futuros y un agente de aduanas (esto no es necesario fuera de Brasil).

5) Implementación de la estructura del fondo

El manager debe trabajar con los abogados designados para configurar la estructura del fondo, mientras que el administrador se asegura de que la misma sea operativa mediante la apertura de cuentas en efectivo y de custodia con bancos, *brokers* y custodios. Además, el manager busca lugar para el establecimiento de oficinas, determina las necesidades de personal, y completa todas las demás tareas logísticas y administrativas necesarias para establecer una compañía de *asset management* en el mercado local.

Al mismo tiempo, el manager trabaja con los abogados para la confección y redacción del *offering memorandum* del fondo, incluyendo las políticas de inversión del fondo y los procedimientos internos de gestión de riesgos. También deben preparar el manual de cumplimiento, acuerdos con los proveedores y todos los documentos relacionados.

Para que un fondo operando en Brasil opere a través del mecanismo 2689, el fondo debe seleccionar un administrador local responsable de informar a las autoridades locales, mientras interacciona con el custodio y las contrapartes.

6) Due-diligence y lucha contra el lavado de dinero

El manager del fondo tendrá que estar preparado para procesos de *due diligence* realizados por potenciales inversionistas. Todas las políticas y procedimientos deben estar claramente documentados e implementados incluyendo un claro procedimiento para prevenir el lavado de dinero (*Anti-Money Laundering*) como se especifica en el manual de cumplimiento. Es importante señalar que algunos inversores pueden extender dicha revisión al administrador del fondo seleccionado.

7) Investigar y comprender todas las cuestiones contables y de valoración locales

Dependiendo de la estrategia, un fondo y su administrador requerirán de experiencia en términos contables y de valoración locales. Varios instrumentos financieros en Latinoamérica tienen particularidades específicas, la forma en que se revalúan los activos en función del mercado, normas de liquidación, controles marginales en las cámaras de compensación, etc.

Hay algunos inversionistas que tienen requisitos específicos que deben cumplirse. Por ejemplo, y dependiendo de donde se encuentra el inversor, la contabilidad puede variar desde los GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) de EE.UU. a las IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Será también importante definir los vehículos de financiación de la estructura *master feeder*, y la localización de base de datos que administran el fondo seleccionadas por el manager.

3.5. Oportunidades, riesgos y desarrollos futuros

Existe en Latinoamérica una combinación de buenos inversores profesionales y un mercado de capitales inherentemente ineficiente, como una gran oportunidad para destinar capital a los productos del tipo *hedged* de la región.

La demanda de los hedge funds en Latinoamérica ha sido predominantemente local, lo cual se puede explicar por un mayor número de fondos *onshore* en Brasil. Se espera una mayor internacionalización de la demanda, con mayores vehículos *offshore* que reciban capitales globales. Se espera que el número de fondos *offshore* latinoamericanos se incremente a medida que la región se haga cada vez más atractiva para los inversores debido a la mejora de sus fundamentos.

Hay evidencia (incremento en la asignación de fondos, aumento en la estructuración de fondos latinoamericanos *offshore*) de que la industria puede alcanzar una masa crítica, en términos de atracción de inversores globales, en los próximos años.

Para los inversores, la región ofrece una interesante oportunidad para invertir en managers de poco reconocimiento pero altamente calificados. Es una región particularmente atractiva por tener capacidad extra y potencial de crecimiento. Los hedge funds son probablemente la mejor alternativa de inversión para aprovechar las oportunidades que otorga Latinoamérica, utilizando el *leverage* y siendo menos sensible a la ciclicidad característica de los mercados emergentes, la cual es una importante fuente de retornos para muchos managers en Latinoamérica.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

El patrón de retornos muestra también un diversificador para los portfolios globales. Finalmente, los inversores deben tener en cuenta que la mayoría de los managers establecidos en la región tienen amplia experiencia en el *trading*, conservación de capital, y manejo del riesgo en tiempos de crisis económica. Una inversión en la industria de hedge fund de la región, es probable que se mantenga rentable aun si los fundamentos del mercado subyacente se deterioran.

Latinoamérica es además una fuente de demanda para los hedge funds del G7. El suministro de nuevos managers continuara siendo impulsado por el talento local, en combinación con el conjunto de oportunidades. Las barreras de entrada para los managers que no tienen el conocimiento local (incluyendo no tener una base local) son altas. El manejo del idioma no es una barrera crítica, ya que el idioma del mercado a lo largo de la región es el inglés.

Si dicho aumento en la internacionalización de la industria de hedge funds ocurre, se espera el desarrollo de más estrategias nicho al igual que fondos de fondos más profesionales, con un surgimiento de productos más específicos y estructurados.

4. START UP DE UN HEDGE FUND

En este capítulo se desarrollaran los pasos necesarios para iniciar y llevar a cabo el proceso de establecimiento de un hedge fund. Teniendo en cuenta todo lo mencionado anteriormente, se proporcionara una guía para un correcto lanzamiento. Especialmente, se detallaran las actividades más importantes relacionadas con el *start up* de un nuevo fondo, la documentación del mismo, los roles, responsabilidades y se establecerán las necesidades en torno al marco fiscal y regulatorio que deben considerarse.

4.1. Estructura del hedge fund y proveedores de servicio

Lo primero que se debe definir para el lanzamiento de un nuevo fondo, es cual va a ser la estructura del mismo, es decir se debe decidir si va a ser una estructura *master feeder* o una del tipo fondos de hedge funds. Se recomienda para los fondos lanzados en Latinoamérica, una estructura *master feeder* ya que proporciona una forma más eficiente y efectiva desde el punto de vista fiscal, para la captura de activos de inversores con base dentro o fuera EE.UU.

La contratación de los proveedores de servicios es también una de las principales tareas a realizar, especialmente la designación de los abogados y el administrador del fondo, ya que ambos serán piezas claves para un correcto lanzamiento del fondo.

Se deben buscar asesores legales que puedan brindar el soporte adecuado para el *set up* y establecimiento del fondo, pueden ser necesarias varias firmas legales dependiendo de la construcción particular del mismo.

Con relación a los administradores del fondo, algunos tienen un rol más proactivo que otros, colaborando en la confección de los documentos, estando

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

en contacto con los abogados en la jurisdicción seleccionada y actuando generalmente como un *project manager*.

Los managers estableciendo el nuevo fondo en una jurisdicción por primera vez tendrán varias preguntas que van desde complejos puntos operacionales hasta cuestiones regulatorias. El manager puede obtener del administrador asesoramiento y guía útiles relacionados al establecimiento del fondo y sus respectivas operaciones.

Anteriormente los managers solían seleccionar a los abogados como primer paso, con la elección de un administrador en una etapa posterior. Sin embargo, esto ha cambiado ya que los beneficios de seleccionar un administrador con anterioridad en el proceso, permite que los abogados y el administrador se pongan en contacto en relación a los aspectos operativos de la estructura del fondo desde el principio, y por lo tanto eviten cualquier dificultad práctica que pudieran aparecer en algún momento posterior del proceso de lanzamiento.

El administrador puede proporcionar orientación en varias áreas relacionadas con el fondo que tienen impacto operativo, si bien no es su rol o responsabilidad proporcionar asesoramiento legal o regulatoria. Normalmente, las áreas en las que el administrador proporciona soporte y colaboración incluyen: requerimientos regulatorios, interacción con los managers y/o *prime brokers*, estructuras de comisiones (*fees*), comunicación con los accionistas o inversores, revisión de AML (*Anti-Money Laundering*) y procesos de suscripciones, transferencias y retiros de inversión o redenciones.

Tanto el administrador como los abogados deben tener experiencia en el tiempo que demanda establecer un hedge fund en la jurisdicción correspondiente y la documentación necesaria para llevarlo a cabo. Por lo tanto, darán al manager una visión objetiva del marco de tiempo en el cual

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

puede estar operando en la región. El lapso de tiempo en el cual un fondo logra estar establecido varía de región en región.

Resumiendo, tanto los abogados como el administrador son componentes indispensables para el proceso de lanzamiento de un fondo. Así mismo son importantes fuentes de información, y la interacción entre ambos es primordial para un *set up* exitoso.

4.2. Documentación del hedge fund

El *offering memorandum* es el documento principal del fondo, constituye la oferta formal del mismo, proporcionando información esencial al inversor. El manager y el directorio del fondo deben asegurarse que el documento sea preciso y muestre toda la información relevante, incluyendo el rol del administrador, disposiciones relevantes del acuerdo con el mismo, procedimientos de valuación, suscripciones y retiro de inversiones. Si bien el *offering memorandum* es responsabilidad del Directorio del fondo⁵⁵, todas las partes participantes deben revisar el documento y asegurar que refleje apropiadamente y en forma precisa como el fondo va a ser gestionado, administrado y operado.

El manager del fondo debe trabajar en conjunto con el asesor legal para completar la documentación de mismo. El administrador revisará los documentos del fondo, normalmente durante la confección de los mismos, para obtener una mejor comprensión de la estructura del fondo y las implicaciones diarias y mensuales del proceso. El administrador debe realizar comentarios en donde los documentos del fondo difieran del estándar de la industria, y la estructura propuesta no proporcione detalle suficiente para que el mismo realice sus tareas o en donde dicha estructura pueda resultar en procesos innecesarios o tenga implicancias en los tiempos de trabajo.

El siguiente es un resumen de la información más detallada que debe contener el *offering memorandum*⁵⁶:

- *Fondo*: Debe detallarse el domicilio del fondo, cuando el mismo comenzará a aceptar suscripciones de acciones y como prevee invertir los ingresos de dichas suscripciones a través del *master fund*.

⁵⁵ El termino Directorio del fondo es utilizado para referirse al órgano de gobierno dentro del mismo. Normalmente se refiere al manager del fondo.

⁵⁶ En este caso se hace referencia a un fondo con estructura del tipo *master feeder*.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- *Master Fund*: En el caso del *master fund* debe especificarse su domicilio y qué tipo de entidad legal constituye el mismo, normalmente se estructuran jurídicamente como una empresa de sociedad limitada. Al mismo tiempo se especifica quien será el manager del fondo y del *master fund*. Esto incluye nombre y apellido de cada individuo que representara colectivamente al manager del fondo, los mismos serán responsables de la implementación del plan de inversión del fondo y del *master fund*.
- *Estructura Master Feeder*: Se debe especificar como funcionara la estructura *master feeder*. Como el fondo generalmente llevará a cabo sus actividades a través de su inversión en el *master fund* y la posibilidad de que otros fondos *feeder* se conviertan en socios limitados del *master fund* en el futuro. El fondo normalmente contribuirá con su capital (restando los costos operativos) al *master fund*, el capital será invertido por el *master fund*, a discreción del manager de inversiones, en función de la estrategia de inversión descrita en el *offering memorandum*.
- *Objetivo de la Inversión*: El objetivo de la inversión tiene que ser definido claramente en este documento, así como también en qué tipo de títulos y valores se invertirá y en qué mercados se hará hincapié. Normalmente se buscará obtener retornos altos ajustados al riesgo en acciones, títulos de renta fija, commodities y divisas en los mercados globales y en el caso de ser un fondo que busca operar en mercados emergentes, específicamente en Latinoamérica, debe especificarse. Se tiene que otorgar la libertad de acción al manager para poder buscar e identificar las oportunidades que brinde el mercado seleccionado y poder sacar provecho de las mismas. Por último se debe indicar que tipo de derivados utilizará el manager en sus operaciones de *trading* (futuros, swaps, opciones, etc.)

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- *Manager de la Inversión:* Si bien ya se ha establecido quien será el manager de inversiones tanto del fondo como del *master fund*, se debe especificar que éste será responsable del gerenciamiento y la administración total de los asuntos del fondo y el de *master fund*.
- *Offering:* La oferta del fondo tiene que ser especificada en el documento. Esto se refiere al tipo de acciones que el fondo ofrece y el correspondiente valor nominal por acción. Debe definirse también a qué tipo de inversores serán ofrecidas las mismas y qué requerimientos deben cumplir los mismos. Usualmente se trata de inversores experimentados y sofisticados residentes o no de EE.UU. Es correcto también aclarar si se permitirá participar a los inversores residentes en el domicilio del fondo en el caso que se trate de un fondo *offshore*. Al mismo tiempo, el documento tiene que detallar la política de aceptación de nuevos accionistas o nuevas suscripciones y períodos en que se pueden realizar
- *Inversión Mínima:* La inversión mínima inicial tiene que ser indicada en el *offering memorandum* si bien el Directorio del fondo puede aceptar por decisión única y absoluta un monto menor al determinado.
- *Management Fee:* Se debe detallar la política de comisiones, por lo cual es necesario indicar en qué tiempo y forma el manager recibirá el *management fee* anual y a qué porcentaje del valor actual neto de los activos será equivalente la misma.
- *Performance Fee:* Del mismo modo que con el *management fee*, se debe determinar de qué manera estará compuesto el *performance fee*, indicando nuevamente en que tiempo y forma el manager de inversiones recibirá el mismo. En el caso del *performance fee*, como el mismo se calcula sobre las ganancias del período, es necesario indicar de que

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

manera s calcularan dichas ganancias y bajo qué circunstancias no le corresponderá al manager recibir dicha comisión.

- **Gastos:** Se deben especificar que gastos corresponden al fondo y cuales corren por cuenta del manager de inversiones. Normalmente, el manager del fondo y del *master fund* realiza gastos por cuenta propia incluyendo el alquiler de oficinas, mobiliario, servicios administrativos internos, salarios, seguro de empleados y aportes. El resto de los gastos son pagados por el fondo o el *master fund*, los mismos incluyen el *management fee*, los gastos de abogados, auditores, *prime broker*, custodios y demás proveedores de servicios, gastos de inversión y comisiones por estudios o investigaciones específicas. Es necesario indicar de qué manera se amortizaran los costos de organización teniendo en cuenta lo establecido por los GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) correspondientes, así como también de qué manera se retribuirán dichos gastos al manager en caso que este los realice con anterioridad al lanzamiento del fondo.
- **Redenciones:** La política de redenciones o retiro total o parcial por parte de los inversores o accionistas del fondo debe estar claramente detallada en el *offering memorandum*. Indicándose hasta que día hábil del mes el inversor tiene la posibilidad de realizar dicha redención o retiro, bajo qué condiciones deben realizarse los pedidos de retiro y con cuanta anterioridad. Al mismo tiempo es necesario indicar en cuanto tiempo el inversor recibirá el dinero luego de realizarse la solicitud de retiro y de qué forma puede el fondo pagarlos. Por último se debe aclarar si existe un *withdrawal/ redemption fee*, el monto del mismo y las condiciones en que es aplicable.
- **Responsabilidades:** Es importante mencionar las responsabilidades de cada inversor o accionista para con las deudas del fondo, obligaciones y

otros pasivos. Normalmente las mismas están limitadas en función de su inversión en el fondo.

- *Transferencia de intereses:* Se tiene que determinar la política respecto a la venta asignación o transferencia de acciones a otras personas o entidades por parte de los inversores. Es común para estos casos determinar como requisito el consentimiento del Directorio, la cual puede por decisión única y absoluta, autorizar o declinar dicha transferencia u asignación.
- *Riesgos:* Las inversiones en el fondo implican un alto grado de riesgo. Por lo cual el documento debe describir los riesgos a los cuales el fondo estará expuesto. También es necesario recordar a los futuros accionistas o inversores que el fondo es una inversión especulativa diseñada para personas dispuestas a asumir el riesgo a perder la totalidad de su inversión en el fondo.
- *Valuaciones:* Si bien el fondo o el *master fund* valuaran sus activos según corresponda basándose en la información pertinente disponible. Es necesario indicar de que forma el manager de inversiones determinara el NAV (*Net Asset Value*) de los títulos que no se comercialicen en mercados públicos oficiales.
- *Reportes:* En el documento se debe indicar que tipos de reportes y con qué periodicidad serán entregados a cada inversor u accionista. Determinando también a cargo de quien estará la determinación de los métodos contables y convenciones utilizadas para la confección de cualquier registro o reporte financiero o contable.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- *Impuestos*: Dependiendo de la estructura establecida para el fondo, el método de operación y demás características descritas en el documento, se deberá especificar si el fondo estará sujeto a impuestos sobre las ganancias obtenidas en el *trading* de activos. Por lo que debe describirse de qué forma impactan y por cuánto tiempo al fondo y sus inversores, las leyes fiscales del domicilio del mismo y si dicha ley está sujeta a cambios en el futuro.

Por último el *offering memorandum* debe identificar a los distintos proveedores de servicios del fondo y el *master fund*, esto incluye asesores legales, auditores, administrador, *prime broker*, custodios y también el término del año fiscal en que opera.

4.3. Acuerdo de Servicio con el administrador del hedge fund

El administrador del fondo y el manager desarrollaran el Acuerdo de Servicios. El mismo incluye términos y condiciones, descripción de los servicios y el esquema de comisiones. Es la base contractual por la cual el fondo designa al administrador. Este acuerdo establecerá, en detalle, todas las tareas que deben ser realizadas por el administrador seleccionado en su calidad de administrador del fondo. Es importante que ambos, el administrador y el manager del hedge fund, expresen claramente la manera en que las funciones serán llevadas a cabo. El acuerdo debe describir de que manera el administrador se relacionará día a día con el fondo, el manager, los inversores y demás proveedores de servicio.

El Acuerdo de Servicios generalmente debe cubrir las siguientes áreas:

A. Los servicios ofrecidos por el administrador, incluyendo generalmente:

1. Registros societarios y transferencias accionarias del fondo como ser identificación del accionista, procesamiento de suscripciones, solicitudes de retiro o transferencias, así como también el mantenimiento del registro de acciones.
2. Calculo del NAV (*Net Asset Value*)
3. Asistencia en la preparación de informes y reportes financieros.
4. Permanente contacto con los auditores del fondo para la confección de los estados financieros.
5. Liquidación de operaciones financieras con contrapartes o *prime brokers*.
6. Soporte continuo y revisión en relación a otras necesidades de reportes.

- B. *Condiciones para el desempeño de los servicios administrativos:* La habilidad del administrador para desarrollar sus servicios esta generalmente condicionada por la correcta recepción, en tiempo y forma de la información proveniente del fondo, su manager y cualquier tercero involucrado en el proceso.

- C. *Gastos y comisiones:* El acuerdo de servicios debe especificar el nivel de *fees* a pagar al administrador por los servicios prestados. Dicha cláusula debe también indicar como los *fees* son calculados, devengados y pagados.

- D. *Responsabilidades e Indemnización:* En el acuerdo se debe incluir una cláusula detallando las circunstancias por las cuales el administrador, puede o no, ser responsable por cualquier perdida producida como resultado de la performance de su tarea bajo el acuerdo de administración. Como hay una variedad de servicios y modelos cubiertos por el acuerdo, tiende a haber variaciones en la responsabilidad y cláusula de indemnización.

- E. *Terminación:* En el acuerdo se deben establecer las circunstancias bajo las cuales cada parte puede dar por terminado el mismo, cubriendo los períodos de notificación, *fees* de terminación, penalidades y disposiciones por defecto.

- F. *Ley gobernante y jurisdicción:* El documento va a estar regido e interpretado de acuerdo a la ley de la localización del administrador. En el caso de que el domicilio del fondo y del administrador sean diferentes, las partes deben determinar cual jurisdicción es la más apropiada para regir el acuerdo y cualquier disputa relacionada con el mismo.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

G. *Resolución de disputas*: El acuerdo puede proporcionar una resolución alternativa a la disputa en lugar de la corte, buscando una resolución más eficiente, rentable y confidencial de la misma.

H. *AML (Anti-Money Laundering)*: La asignación de las responsabilidades para llevar a cabo los procedimientos para evitar el lavado de dinero y los reportes requeridos deben estar claramente identificados entre el manager del fondo, el administrador y demás partes involucradas.

4.4. Lineamientos Operativos

Los lineamientos operativos, establecen un marco, operativo y comunicacional bajo el cual está previsto que el fondo, el administrador y demás proveedores de servicio operen.

El acuerdo de servicio celebrado entre el manager del fondo y el administrador, normalmente no describe los pasos que cada parte debe seguir para llevar a cabo sus obligaciones establecidas en el contrato, tampoco describen en detalle, como las partes trabajarán en conjunto. Por esta razón, el acuerdo de servicio se complementa con los lineamientos operativos.

Por lo general estos lineamientos deben dejar en claro las responsabilidades operativas, flujos de trabajo y expectativas de forma clara y precisa. Idealmente también deben establecer objetivos cuantificables para las partes.

La intención es proporcionar una base sobre como el fondo va a ser gestionado y administrado, y como las partes involucradas tenderán a interactuar. Es usualmente un documento “vivo”, es decir en constante evolución con el tiempo y generalmente, no tiene el mismo impacto legal o contractual que el acuerdo legal mencionado anteriormente. Por ejemplo, los lineamientos operativos pueden indicar una detallada línea de tiempo para la comunicación y el procesamiento de las instrucciones de tiempo desde la ejecución del negocio por parte del manager del fondo hasta su incorporación en los libros y registros.

El objetivo primordial del documento es asegurar que el proceso administrativo del fondo este documentado, archivado teniendo como resultado un servicio confiable, eficiente y seguro.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

Los lineamientos operativos deben cubrir todas las áreas en las cuales los proveedores de servicio trabajaran, especialmente el administrador. Entre los cuales se encuentran los siguientes:

- Detalle de contacto para ambas partes.
- Servicios a los accionistas.
- Captura de trading.
- Calculo de NAV (*Net Asset Value*) incluyendo detalles de políticas de precio y valoración.
- *Performance fees*, método para el cálculo y ejemplos.
- Plazos de cierre NAV.
- Publicación de fechas de cierre.
- Pago de gastos.
- Producción de estados financieros.
- AML y procesos de *due diligence*.
- Otros asuntos de cumplimiento, como pueden ser regulaciones.

4.5. Roles y Responsabilidades

Un punto clave durante el establecimiento del fondo es la definición de roles y responsabilidades durante el proceso de implementación. El fondo debe necesariamente trabajar con el administrador seleccionado en esta cuestión, definiendo roles específicos, responsabilidades, flujo de trabajo y procesos escalonados para las actividades diarias, mensuales y anuales. Para un correcto y pronto lanzamiento se requiere de un trabajo en conjunto y constante comunicación entre el fondo, y sus respectivos proveedores de servicio.

A continuación se mencionan algunos roles y responsabilidades específicas por parte del fondo y el administrador que deben ser tenidas en cuenta durante el proceso:

Roles y responsabilidades del hedge fund:

- *Contacto de Implementación:* El fondo necesitará designar una persona o varias como contacto para la coordinación de las actividades involucradas en el establecimiento y lanzamiento del fondo. Estas actividades-incluyen:
 - Proporcionar la documentación para las cuentas de los bancos, procesos AML (*Anti-Money Laundering*) y *offering Memorandum*
 - Trabajar con el administrador seleccionado para definir plazos diarios y mensuales para cumplimiento o revisión de objetivos.
 - Trabajar con el administrador seleccionado para definir entregas y comunicaciones claves.
 - Trabajar con el administrador seleccionado para la personalización de los reportes, en caso de ser necesario.

- *Contacto de Acuerdo de Servicios del Fondo:* El fondo debe designar una o varias personas para interactuar con el representante legal de administrador seleccionado durante la negociación del acuerdo de servicios del fondo.
- *Informes de Status de Implementación:* Se recomienda que el fondo lleve a cabo reuniones semanales con el administrador seleccionado y demás proveedores de servicio, en caso de ser necesario, para revisar el status de implementación. La misma será útil para repasar las cuestiones más importantes, preguntas e inquietudes referidas a la implementación y obtener una minuta con los puntos a mejorar, distribución de tareas, avance y cumplimiento de objetivos.

Roles y responsabilidades del administrador:

- *Manager de Relaciones Comerciales:* Desarrollara una función de gestión de relaciones y control de calidad clave durante el proceso de implementación y luego de la misma. Puede participar en las discusiones estratégicas y cuestiones del negocio, así como también está disponible para canalizar cualquier inquietud o cuestión relacionada con el servicio ofrecido por el administrador. Debe estar muy involucrado en la negociación del acuerdo de servicio.
- *Manager de Implementación:* En el comienzo del proceso de implementación se le asignará al fondo un manager de implementación, el cual será el principal punto de contacto durante la implementación. Será responsable del seguimiento y la supervisión de todas las actividades requeridas para el lanzamiento del fondo en la fecha acordada. Entre las responsabilidades más importantes se destacan la gestión de las siguientes actividades:

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- Desarrollar un plan de implementación detallado.
 - Recolectar/ finalizar los requerimientos del fondo.
 - Definir/ modificar la matriz de roles y responsabilidades.
 - *Set up* del fondo en los sistemas del administrador.
 - Personalización de los reportes, según lo necesario.
 - Prueba en paralelo, incluyendo carga de datos, ensayos o pruebas y resultado de los informes.
-
- *Representante de Servicio al Cliente:* Se asignara al fondo un representante de servicio al cliente al inicio del proceso de implementación, quien será el contacto diario por cualquier cuestión, inquietud, necesidad o petición. Durante la implementación el representante de servicio al cliente será el segundo punto de contacto y tendrá como objetivo principal familiarizarse con el equipo del fondo, sus portfolios, requerimientos y necesidades. Su función continua durante la prestación del servicio con el mismo objetivo siendo la cara visible del administrador en todo lo referentes a inquietudes y necesidades de índole operativa.

 - *Representante Legal:* Su función es interactuar como punto de contacto principal en la negociación del acuerdo de servicios con el fondo.

 - *Comité Directivo:* Un comité supervisará de manera global el lanzamiento y será el principal responsable de que tanto el fondo como el administrador cumplan con sus respectivas funciones para alcanzar el objetivo en tiempo y forma.

4.6. Set up del sistema, cuentas bancarias, informes y puesta a prueba

El fondo debe trabajar en conjunto con sus proveedores de servicios para realizar el resto de las actividades que conforman el proceso de implementación y establecimiento del mismo. El desarrollo adecuado de las mismas proporcionará las bases para la culminación del *set up* del fondo de manera exitosa.

El administrador trabajará con el fondo en la apertura de las cuentas bancarias, proporcionando una lista de la documentación querida y facilitando el llenado de los formularios de solicitudes requeridos por el banco. Los tiempos de implementación dependerán de una correcta apertura de las cuentas por parte del fondo, por lo cual es necesario que toda la información solicitada sea presentada en tiempo y forma, evitando demoras y futuros inconvenientes.

El *set up* del sistema, es una actividad fundamental durante la implementación dado que la mayor parte de la información se manejará a través del mismo. Los sistemas internos para el manejo y monitoreo de los datos, sistemas contables y los requeridos para el desarrollo de los informes y reportes solicitados. La activación de interfaces para la comunicación constante con los *prime brokers*, custodios y los sistemas para la gestión de órdenes. Como en cualquier emprendimiento los sistemas son un pilar fundamental para un correcto funcionamiento, y más en el mercado financiero en donde se requiere la información actualizada y precisa en forma inmediata, por lo cual es fundamental un correcto *set up* de los mismos que proporcionen además una comunicación continua entre el fondo y sus proveedores de servicios.

Por último la revisión del paquete de informes y reportes, así como también la puesta a prueba de los sistemas son actividades complementarias necesarias para realizar cualquier tipo de ajuste necesario previo al lanzamiento del fondo.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

Es importante que los reportes solicitados por el fondo al administrador contengan la información requerida y en la formada solicitada, también es necesario revisar los tiempos de respuesta y el correcto funcionamiento de los canales de comunicación, por lo cual es imprescindible contemplar un período de prueba previo al lanzamiento del fondo.

4.7. **Búsqueda de Inversores**

En la búsqueda de inversores es clave la preparación del *marketing material* que se utilizara para hacer el ofrecimiento del fondo a potenciales inversores. Dicha información debe incluir como mínimo los siguientes puntos:

- Descripción del fondo.
- Visión y misión.
- Objetivos del fondo.
- Ubicación geográfica del manager del fondo.
- Descripción de los mercados en los cuales opera el fondo.
- Experiencia de la empresa de *asset management*.⁵⁷
- Servicios ofrecidos.
- Composición del equipo de trabajo.
- *Expertise* y *track record* de los portfolios managers.

Generalmente el ofrecimiento del fondo se suele realizar en dos etapas. La primera, con la cual se logra el lanzamiento del fondo, involucra a un sector de inversores denominados *Friends and Family*, que son aquellos con los que los managers del fondo tienen una relación profesional preexistente. Esto posibilita la obtención del capital operativo propio inicial del fondo, al cual se le suma el capital propio de los managers del fondo.

Dicho capital operativo inicial ayudará a crear el *track record* del fondo que será luego presentado a otros inversores profesionales calificados ya sean institucionales o no, que no se encuadran en la categoría antes mencionada. Esta primera etapa suele durar aproximadamente entre nueve meses y un año.

⁵⁷ La empresa de asset management está conformada por los managers que crean y desarrollan los fondos de inversión.

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

La segunda etapa en el ofrecimiento del fondo consiste en realizar un *road show* por distintos bancos inversores, en el cual es fundamental el *marketing material* mencionado anteriormente. Como alternativa adicional en esta segunda etapa se puede contratar a *prime brokers* especializados en la realización de *capital introduction*. A través de este servicio el *prime broker* intenta presentar el fondo a inversores calificados, el mismo incluye reuniones y eventos en los cuales los inversores pueden conocer a los managers.

5. CONCLUSIONES

Los hedge funds han superado consistentemente a la mayoría de los otros vehículos de inversión durante los últimos años, estando dentro de los pocos que se mantienen en terreno positivo desde comienzos de 2006 hasta fines del 2008. Es de esperar que esta destacada performance sea reconocida por los inversores y de esta forma se vean influenciadas las estrategias de locación de activos de los grandes inversores institucionales, traduciéndose en nuevos ingresos de dinero en los hedge funds durante los próximos años.

Cabe mencionar que el impacto global sufrido por la crisis financiera en el 2008 ha generado una importante disminución en el tamaño de estos fondos como así también en la cantidad de los mismos en el mercado. Se ha generado la necesidad de que estos vehículos operen con una mayor segregación de funciones y transparencia operativa.

Así mismo, el número de fondos cerrados ha caído considerablemente desde mediados de 2009 hasta la actualidad, ya que la mayoría de los managers han logrado superar su *high water mark* por lo cual están cobrando nuevamente a los fondos su *performance fee*, lo cual reduce dramáticamente la presión en ellos de alcanzar los costos operativos.

Con respecto a la industria en Latinoamérica esta fue testigo de un notable crecimiento en los primeros siete años de la última década antes de experimentar algunos tiempos difíciles durante la última crisis financiera. Sin embargo aún durante esta última recesión, los managers regionales superaron a los mercados subyacentes al igual que los hedge funds en otras regiones, mostrando una excelente recuperación.

Particularmente en relación a Latinoamérica los principales obstáculos provenientes de inversores profesionales consisten en:

- No creer en los fundamentos de la economía de los países de la región.
- La dificultad para encontrar managers de alto rendimiento y experiencia en la región.
- El elevado riesgo sistémico del mercado en cuestión.
- La alta volatilidad del mercado, la cual genera demoras en nuevas inversiones.

Dentro de Latinoamérica, Brasil es el centro más popular para los inversores que buscan aumentar su exposición en la región, apareciendo Colombia en segundo lugar.

Finalmente, ante la mencionada ventaja competitiva de los hedge funds en mercados desarrollados frente a los emergentes y conforme a los aportes realizados en la investigación, son factores decisivos para un lanzamiento exitoso de este tipo de vehículos de inversión: primero la capacidad idónea de los managers de operar en mercados volátiles, segundo la identificación de los requisitos operacionales clave de la región en donde operará el fondo y por último el riguroso cumplimiento del proceso guiado y ordenado de implementación.

6. BIBLIOGRAFÍA

- AIMA. 2009. *Guide to Sound Practices for Hedge Fund Administrators*. Estados Unidos
- The Foreign Exchange Committee.2008. *Best Practices for the Hedge Fund Industry*. Estados Unidos
- GFIA.2009. *Research Insights Standard Edition*.
- AIMA.2009. *Asset Pricing and Fund Valuation Practices in the Hedge Fund Industry*.
Caiman Islands Monetary Authority.2008. *Investments Statistical Digest*.
- The Foreign Exchange Committee.2008. *Management of Operational Risk in Foreign Exchange*.
- David Harper. 2010. *Hedge Funds Hunt for Upside, Regardless of the Market*; www.investopedia.com
- David Harper. 2010. *Hedge Funds: Higher Returns or Just High Fees*; www.investopedia.com
- Magnum Funds .2010. *About Hedge Funds*; www.magnum.com
- Mario J. Gabelli. 2008. *The History of Hedge Funds*; www.gabelli.com
- Capital Management Partners. 2009. *A Brief History of Hedge Funds*; www.capmgt.com
- David Rapperport. 2007. *A Short History of Hedge Funds*; www.cfo.com
- David Harper. 2009. *A Brief History of the Hedge Fund*; www.investopedia.com
- Sitio oficial de Securities and Exchange Commission (SEC); www.sec.gov
- Dion Friedland.2010. *About Hedge Funds*; www.thehfa.org
- Comisión Clasificadora de Riesgo.2008.*Hedge Funds: Características y Estrategias*.Chile
- Robert A. Dennis. 2009. *An Overview of Hedge Funds*.
www.publicpensiononline.com
- Comisión Nacional del Mercado de Valores.2009.*Estudio sobre la industria de hedge funds*. España

Los hedge funds como vehículo alternativo de inversión y su potencial crecimiento en Latinoamérica

- EurekaHedge. 2010. *Overview of 2010 Key Trends in Hedge Funds*; www.eurekahedge.com
- Hedge Fund Research. 2010. *Global Hedge Fund Industry Report*; www.hedgefundresearch.com
- GFIA. 2010. *Latin American Hedge Funds*; www.gfia.com.sg
- EurekaHedge. 2010. *Overview of 2010 Key Trends in Latin American Hedge Funds*; www.eurekahedge.com
- LatinFinance. *Starting a Hedge Fund*; www.latinfinance.com
- Wikipedia. 2010; www.wikipedia.com