


F I A's

A thick, horizontal yellow brushstroke with a textured, painterly appearance, spanning across the width of the slide below the 'F I A's' text.

**FONDOS DE INVERSIÓN
ALTERNATIVA**

DEPTO. INVERSIONES - ASEVAL
Valencia, 8 de mayo de 2003

FIAs. CONTENIDO DE LA PRESENTACIÓN



- 0. Introducción
- 1. Ventajas de la GA
- 2. FIAs. Selección y Análisis
- 3. Clases de estrategias
- 4. Evolución de las estrategias
- 5. FIAs y fondos de FIAs. Comparación
- 6. Regulación o su ausencia. Fiscalidad
- 7. Comercialización
- 8. Evolución esperada en GA
- 9. Visión por estrategias para 2003

0. Introducción: Objetivo de los FIAs



Los Fondos de Inversión Alternativa (FIAs) buscan extraer beneficios de oportunidades e ineficiencias que se presentan en los mercados.

**A su vez, pretenden minimizar la correlación de riesgos con la dirección de los mercados de Renta Fija y Variable. Se les conoce como:
FONDOS NO DIRECCIONALES**

0. Introducción: Aportación a inversores

Los inversores buscan maximizar su rentab. a largo plazo con riesgo controlado (curvas de indiferencia muestran aversión al riesgo).

La G.A. puede ofrecer valor añadido a:

| | ACTIVO | RENTAB. NOMINAL | INFLACIÓN | RENTAB. REAL |
|---------------|---------------|------------------------|------------------|---------------------|
| EE.UU. | Acciones | 9.75% | 3.20% | 6.55% |
| | Bonos | 4.92% | 3.20% | 1.70% |
| | Tesorería | 4.60% | 3.20% | 1.40% |
| EUROPA | Acciones | 9.49% | 4.70% | 4.79% |
| | Bonos | 5.33% | 4.70% | 0.66% |
| | Tesorería | 4.80% | 4.70% | 0.10% |

Fuente: Serfiex

0. Introducción: Historia de los Hedge Funds

- Hechos relevantes:
 - **1949:** Alfred W. Jones crea **el primer "Hedge Fund"** en EEUU.
 - 1968: La **SEC reconoce** 140 hedge funds.
 - 1969: Se crea **el primer fondo de fondos hedge**. George Soros crea su famoso fondo Quantum Fund con un patrimonio de cerca de 5 Mill. USD. Actualmente Soros Fund Management gestiona 6.000 Mill.USD.
 - 1970: Primera crisis de los hedge funds debido a la caída de los mercados.
 - 1986: Julian Robertson creó el fondo Jaguar, primer fondo Global Macro. En el año 1990: MSCI World caía un 16%, Jaguar Fund subía un 20%, y Quantum Fund 30%.
 - 1992: Los hedge funds se convierten en foco de atención de la prensa debido a los ataques especulativos sobre el SME por parte de los grandes fondos Global Macro.
 - 1998: Se produce el rescate por parte de la FED del fondo **Long Term Capital Management**.
 - 2002: Actualmente se estima que existen alrededor de 6.000 fondos hedge que gestionan unos 500.000 millones de dólares (cerca de 100 billones de pesetas).

0. Introducción: Características principales

| | <u>Gestión Tradicional</u> | <u>Gestión Alternativa</u> |
|---|---|---|
| Objetivo de Rentabilidad | <ul style="list-style-type: none">• Relativo a un índice o benchmark. | <ul style="list-style-type: none">• Rendimiento absoluto, y siempre positivo. |
| Características de la Rentabilidad | <ul style="list-style-type: none">• Alta correlación con los Mercados• Volatilidad de la Inversión comparable con la volatilidad del Mercado• Sharpe Ratio < 1• Rentabilidad a largo plazo será difícilmente superior a la rentabilidad del mercado | <ul style="list-style-type: none">• Baja correlación con los mercados• Volatilidad controlada según la <u>política de gestión</u> y el control del riesgo.• Sharpe Ratio > 1• Más probabilidades de que los Gestores superen rentabilidades del mercado |
| Características | <ul style="list-style-type: none">• Fuertes regulaciones• Totalmente invertidos• Sin apalancamiento• Alta Beta, baja Alfa | <ul style="list-style-type: none">• Bajas regulaciones• Posibilidad de estar 100% en liquidez o corto• Apalancamiento• Baja beta, elevada Alfa |

0. Introducción: Clasif. s/objetivos (R, σ)

| <u>Estrategias</u> <u>G.A. (generales)</u> | <u>Rendtos.</u> | <u>Volatilidades</u> |
|---|------------------------|-----------------------------|
| Monetario Alternativo | 5 – 10 % | Hasta 3 % |
| Estrategias Mixtas | 12 – 15 % | 5 – 8 % |
| Estrategias Agresivas | 20 % | Aprox. 10 % |

1. Ventajas de la GA (I)

■ Rentabilidades atractivas a largo plazo

Rentabilidad anualizada

JPMGB : 6.99%

MSCI : 6.31%

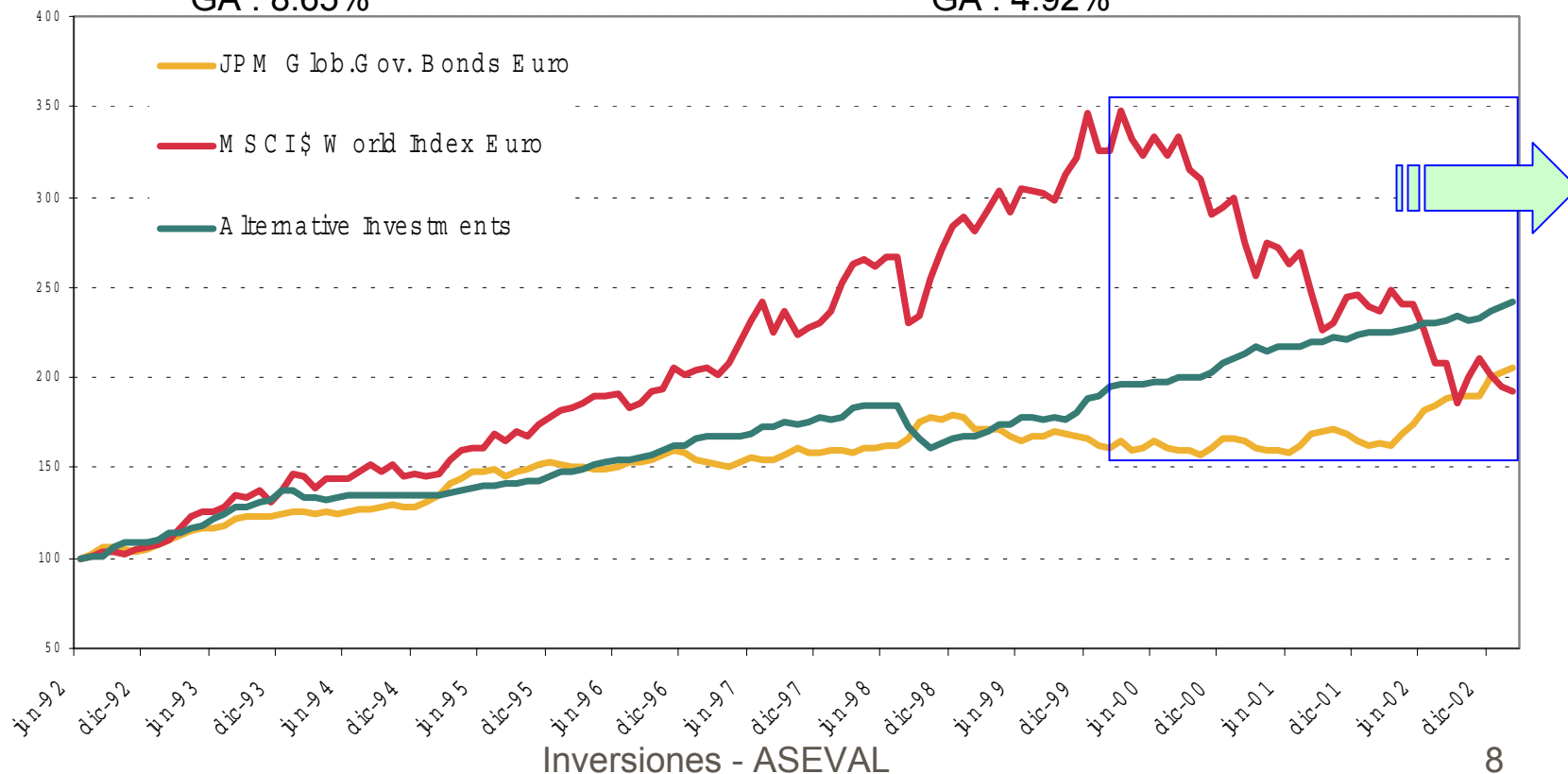
GA : 8.65%

Volatilidad anualizada

JPMGB : 5.96%

MSCI : 14.35%

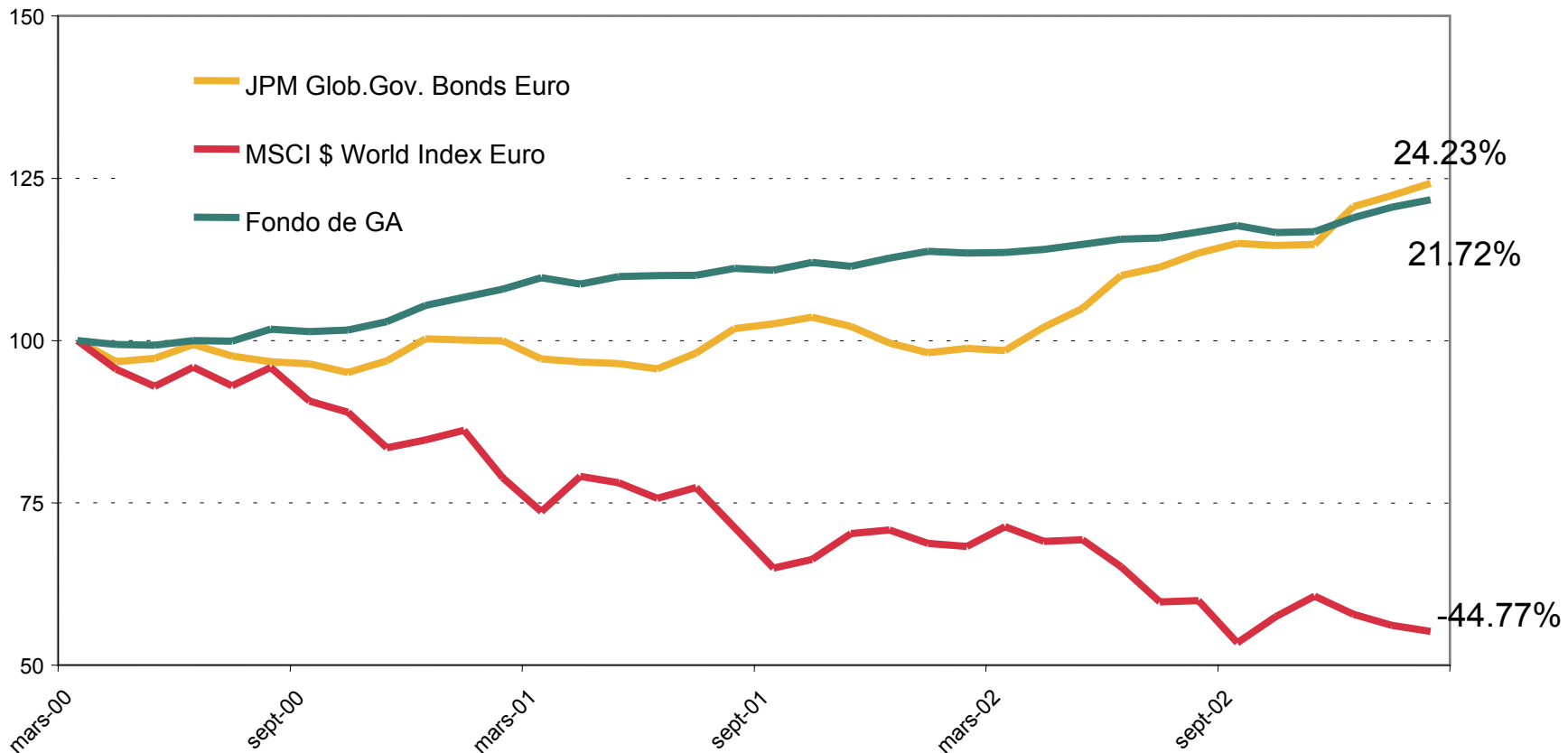
GA : 4.92%



1. Ventajas de la GA (II)

■ Rentabilidades positivas en mercados bursátiles bajistas

▮ período: marzo 2000 - febrero 2003



1. Ventajas de la GA (III)

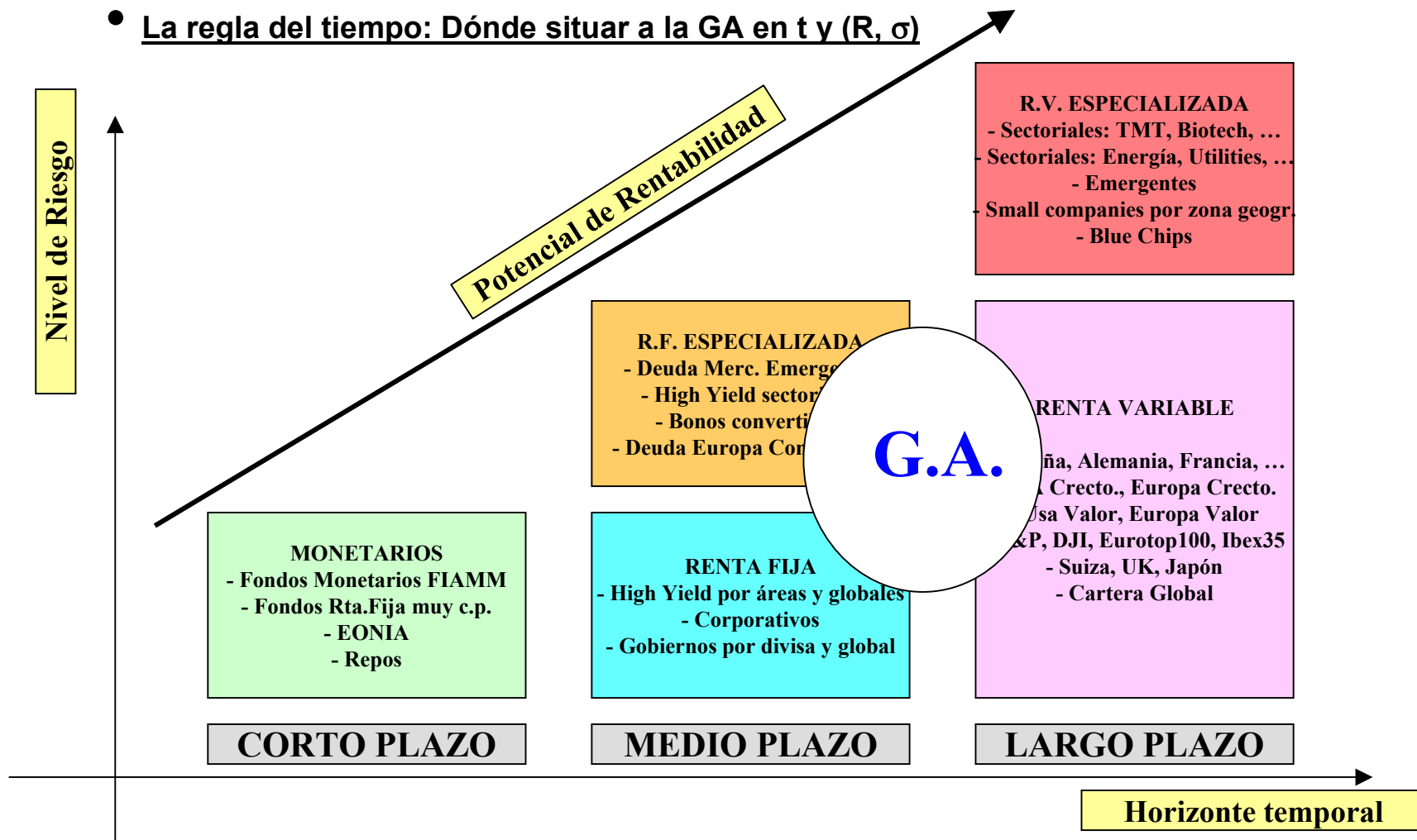
- Disminución del riesgo global de cartera

| | <u>Rentab. Anualiz.</u> | <u>Volat. Anualiz.</u> | <u>Pérdida Máxima</u> |
|--|-----------------------------|----------------------------|---------------------------|
| Cartera 1 : 70% JP Morgan 30% MSCI World | 7.04% | 6.17% | -11.29% |
| Cartera 2 59.5% JP Morgan 25.5% MSCI World 15% Fondo G.A. | 7.39% | 5.39% | -7.70% |

■ Período: junio 1992 - febrero 2003

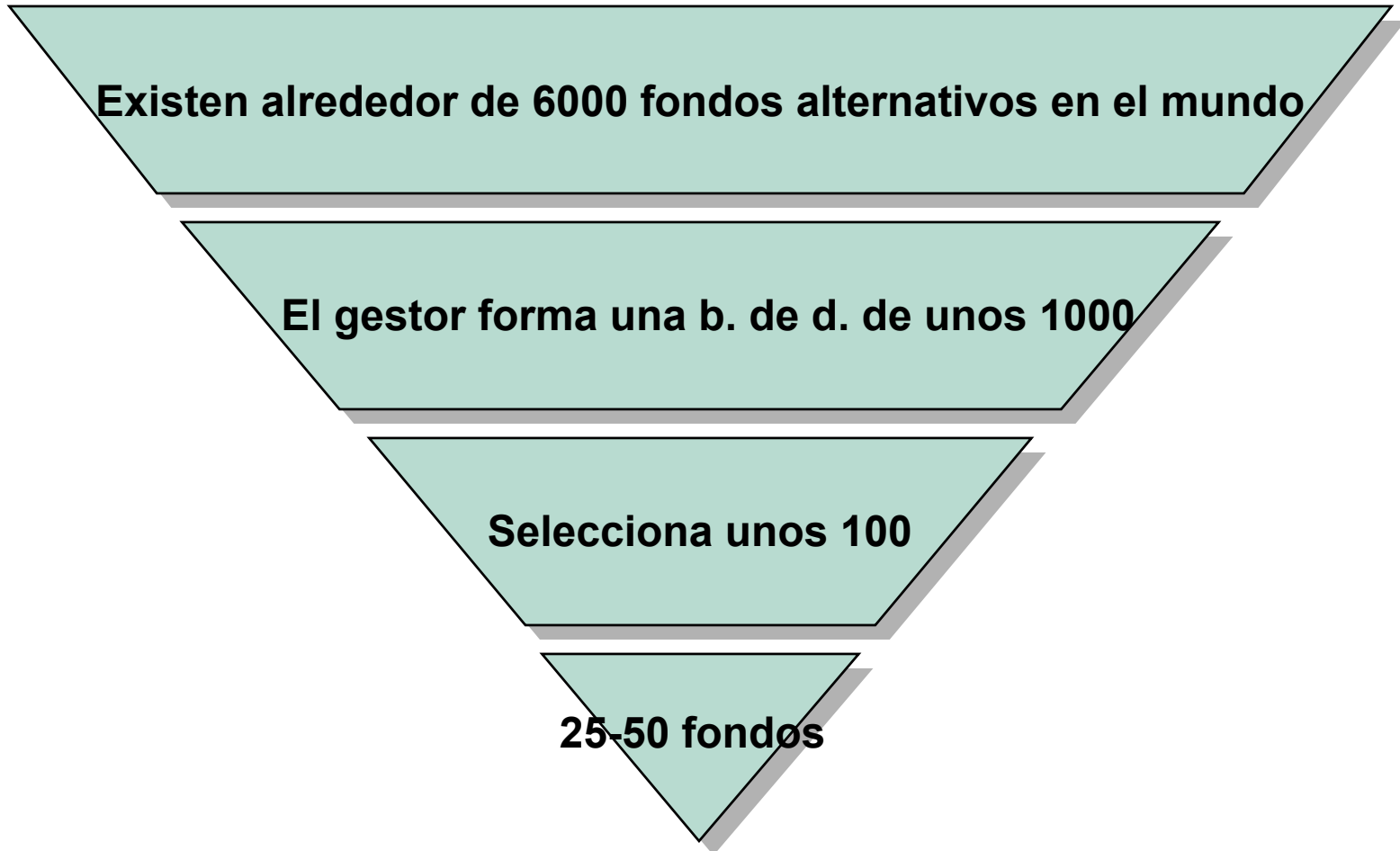
1. Ventajas de la GA (IV)

- La regla del tiempo: Dónde situar a la GA en t y (R, σ)

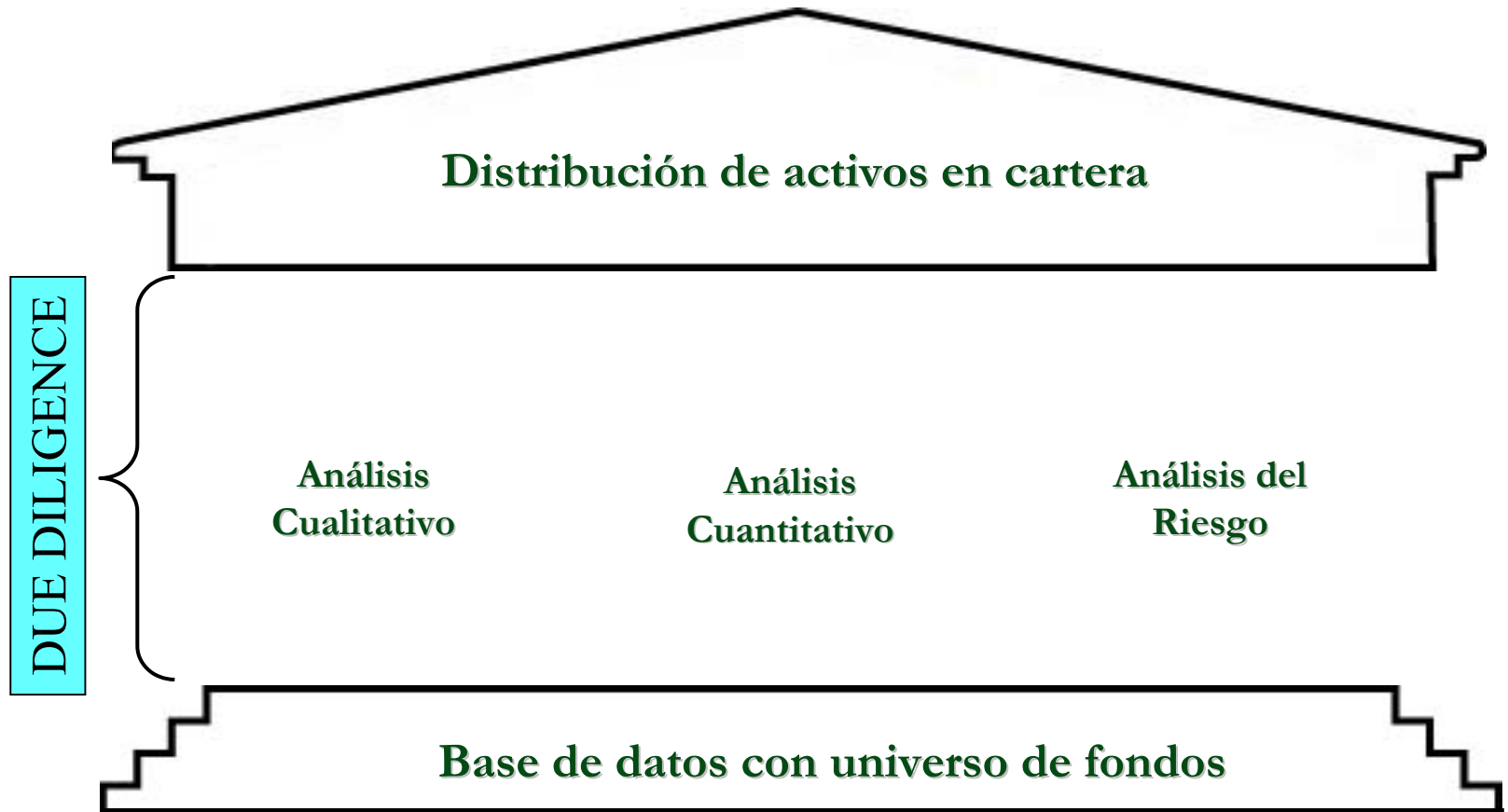


2. FIAs. Selección y Análisis (I)

- Proceso de selección de fondos en un FIAs



2. FIAs. Selección y Análisis (II)



2. FIAs. Selección y Análisis (III)

- El proceso de *Due Diligence* permite llegar a la cartera final del fondo FIAs a través de tres fases diferenciadas:
 - Análisis Cualitativo: diferencia entre fondos con perfiles estadísticos semejantes analizando puntos del gestor como:
 - | características de la estrategia de gestión,
 - | histórico del equipo gestor,
 - | análisis de la gestora y del proceso de inversión.
 - Análisis Cuantitativo: en él se centra el buen hacer del *advisor* :
 - | medidas de riesgo: desviación standard, riesgo de bajada, beta,
 - | análisis del binomio **[rentabilidad-riesgo]** : Sharpe, Sortino, Treynor,
 - | Alfa de Jensen,
 - | modificación de la posición en términos de **frontera eficiente**.
 - Análisis de Riesgos: búsqueda de aspectos como:
 - | observancia de *Compliance*,
 - | controles del equipo gestor, de *back-office*, de control de riesgos,
 - | estructura legal del fondo, domicilio.

2. FIAs. Selección y Análisis (IV)

• Análisis Cualitativo

- El *advisor* que monta el fondo FIAs buscará:
 - evitar estrategias *black-box*, los *CTAs.*, altos apalanc.,
 - elevada disciplina al invertir y buen control de riesgo,
 - experiencia del equipo gestor, seriedad, profesionalidad, estabilidad, soporte administrativo, *track record*, etc.,
 - generación de Alfa a través de diversificación, selección, dinamismo y asset allocation de fondos,
 - tamaño mínimo del fondo objetivo, ... y máximo,
 - les agrada y/o exigen que los gestores ya sean ricos e inviertan parte de su patrimonio en su propio fondo,
 - las comisiones preferiblemente ligadas a resultados:
 - *success fee*,
 - *high water mark*.

2. FIAs. Selección y Análisis (V)

• Análisis Cuantitativo (I)

■ 1.- Medidas de riesgo:

■ DESVIACIÓN STANDARD.- Mide la volatilidad de una inversión en relación a su rentabilidad anualizada durante un período determinado. Mide el riesgo.

■ “DOWNSIDE DEVIATION”.- Mide volatilidad por debajo del objetivo de rentabilidad. Sólo penaliza las desviaciones respecto a la media por el lado negativo.

■ BETA.- Describe la sensibilidad de la rentabilidad de un activo respecto a la rentabilidad del mercado. Al mercado se le asigna una beta de “1”.

■ 2.- Medidas de rentabilidad-riesgo:

■ RATIO DE SHARPE = $(R - R_f) / \text{Desv.Standard}$

■ RATIO DE SORTINO = $(R - R_f) / \text{DownSide Deviation}$

■ RATIO DE TREYNOR = $(R - R_f) / \text{Beta}$

■ 3.- Medidas de resultados:

■ ALFA DE JENSEN.- Da la aportación del gestor sobre el benchmark. Un alfa elevado indica un buen comportamiento en relación con el mdo. Alfa = $(R_c - R_f) - \text{Beta} \cdot (R_{\text{mdo}} - R_f)$. Pero, se suele usar Alfa de la regresión.

■ 4.- Otras medidas: *Performance Measurement, Analysis Attribution.*

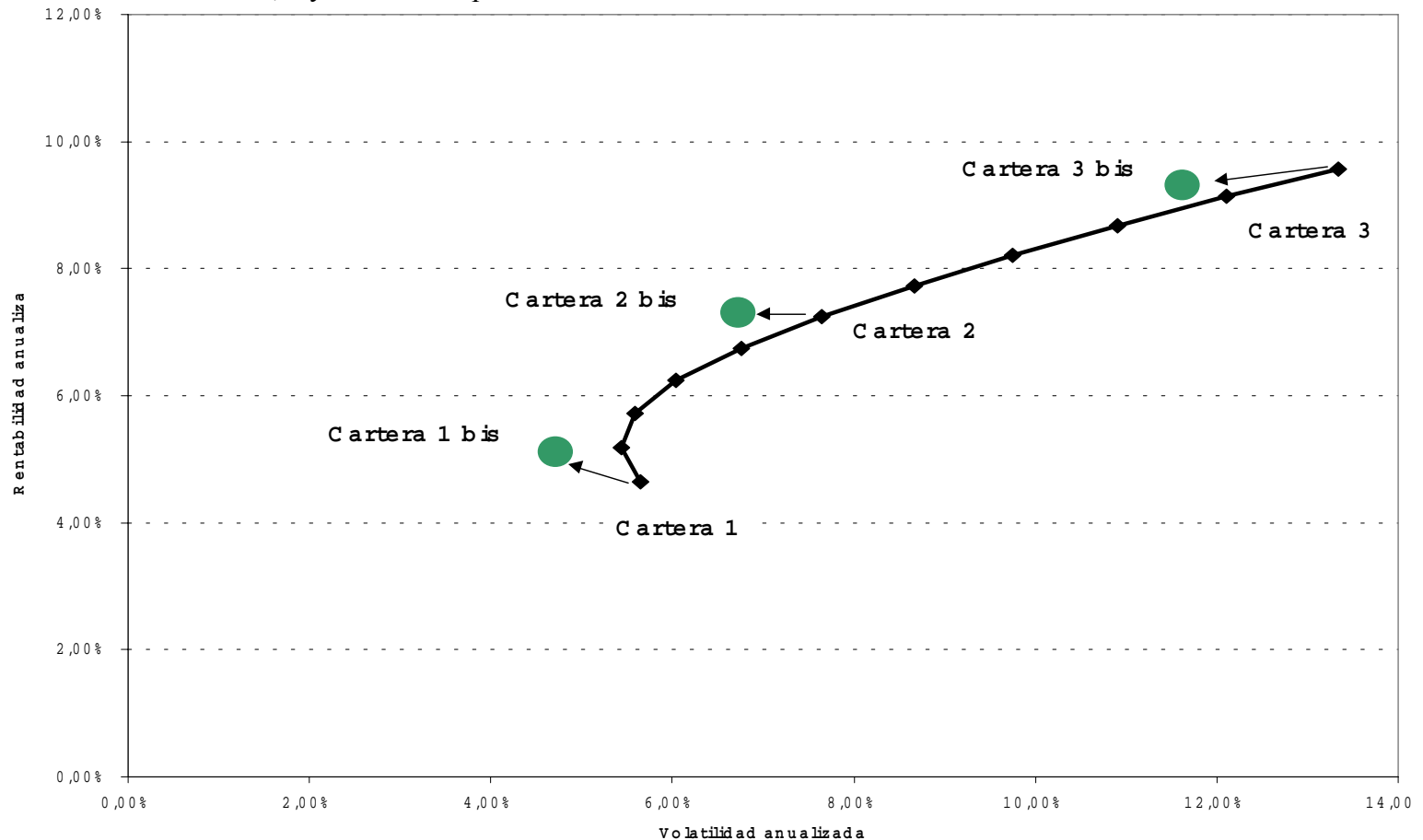
2. FIAs. Selección y Análisis (IV)

• Análisis Cuantitativo (II)

• Cartera 1: 100%RF, 0%RV ; Cartera 2: 50%RF, 50%RV ; Cartera 3: 0%RF, 100%RV

• Cartera 1, 2 y 3 bis : incorpora 15% en G.A.

Período: 06-92 a 02/03



2. FIAs. Selección y Análisis (V)

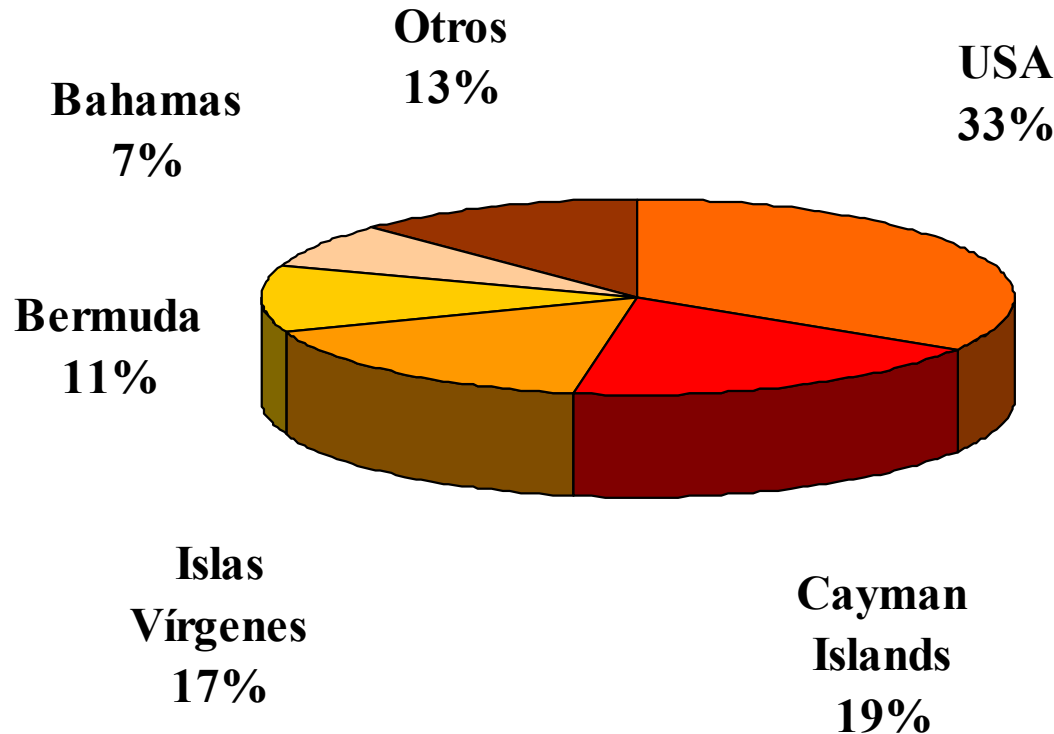
• Análisis de Riesgos (I)

- *Compliance*.- Nuevo concepto anglosajón en auge que pretende:
 - “garantizar que un gestor cumple con todas las normas, leyes, directrices de su regulador y cualquier otro organismo que le pueda afectar en su gestión.”
 - puntos: protección de datos, blanqueo de capitales, transparencia con reguladores y clientes, etc.
- Controles de riesgos.- Entre otros:
 - auditorías internas y externas,
 - sellos de calidad en la gestión,
 - cumplimiento del *compliance*, violaciones, ajustes y *feed-back*.
- Otras medidas: VaR, Stress Testing, Analisis de Correlación y de Sensibilidad.
- Domicilio.- Atención a los paraísos fiscales. Existen pocos fondos y los que hay no cumplen la filosofía de un estricto *Hedge Fund*.

2. FIAs. Selección y Análisis (V)

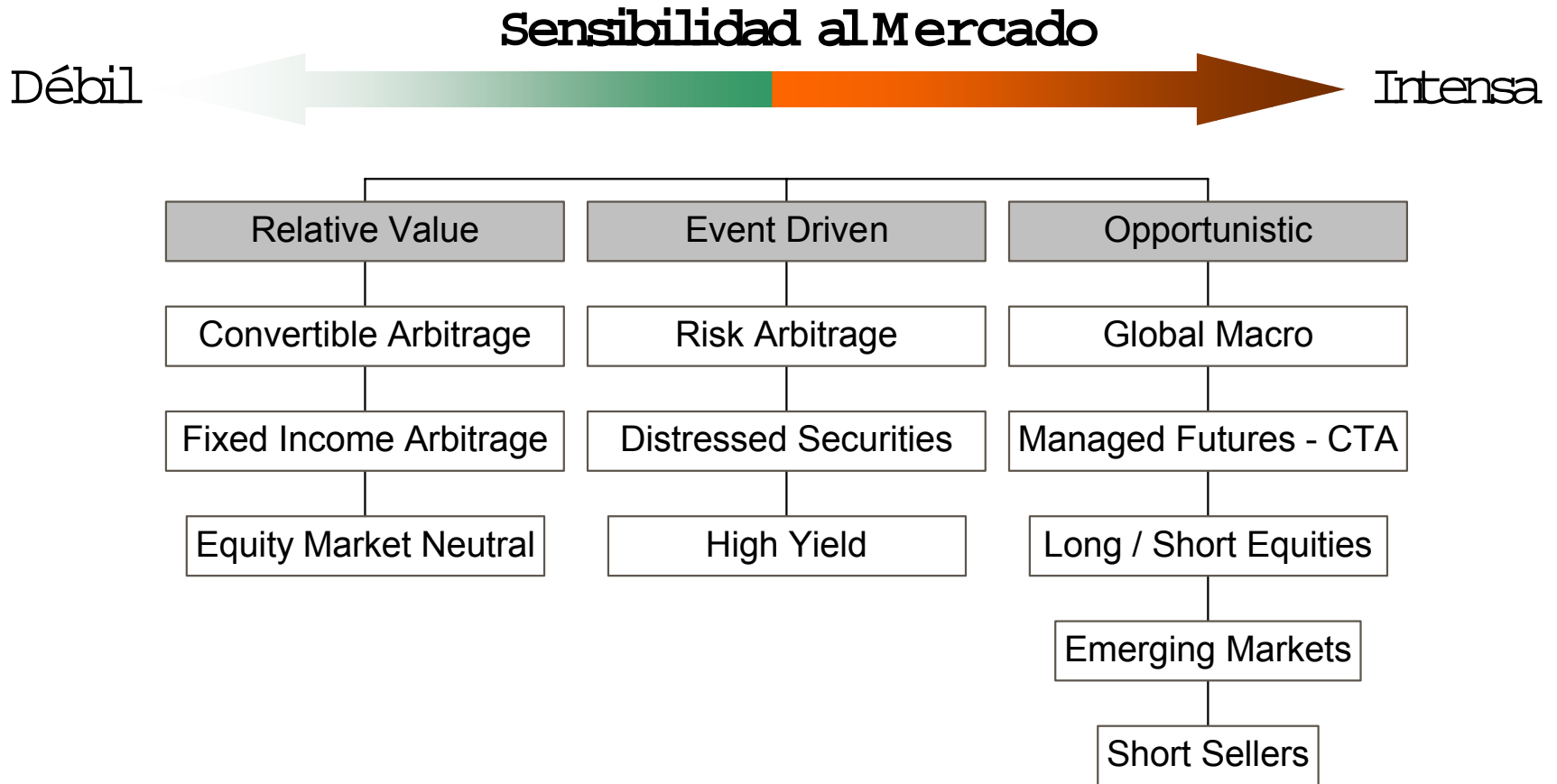
• Análisis de Riesgos (II)

■ Aunque la mayor parte de los fondos están domiciliados en USA, y territorios *off-shore*, últimamente se registran más en la OCDE. No obstante, el 90% de los gestores están en suelo norteamericano.



Fuente: Tremont TASS

3. Clases de estrategias - Estilos de gestión



3. Clases de estrategias - GRUPO 1



GRUPO 1: Valor relativo

Las **Estrategias de Valor Relativo**, comprenden todas aquellas que buscan combinar posiciones cortas y largas, con similar ponderación, con el objetivo de neutralizar sistemáticamente el impacto de movimientos de mercado en los rendimientos.

3. Clases de estrategias - GRUPO 1 (I)

Relative Value

Rentab.: LIBOR + 4-6% ;

Volatil.: 3-5%

- ① *Convertible Arbitrage*: compra carteras de títulos convertibles, bonos generalmente, cubriendo el riesgo acción mediante la venta de la acción subyacente (gestión de delta) y, el riesgo de tipos mediante la venta a plazo de un contrato de bonos del Estado. La diferencia entre posiciones largas y cortas, mientras el principal está protegido, origina el beneficio.
- ② *Fixed Income Arbitrage*: se aprovecha de oportunidades coyunturales entre posiciones cortas y largas en bonos o entre títulos de renta fija. Busca obtener ventaja de las ineficiencias de precios esperadas en dichos valores.
- ③ *Equity Market Neutral*: trata de sacar partido de las ineficiencias del mercado mediante inversiones simultáneas de cantidades equivalentes en posiciones cortas y largas entre acciones. Las carteras se diseñan a partir de riesgos de divisa y beta neutrales, o bien ambos son ajustados por los riesgos de sector o industria. Es habitual recurrir al apalancamiento para incrementar los rendimientos.

3. Clases de estrategias - GRUPO 2

GRUPO 2: Por eventos

Las **Estrategias por Evento**, son las que intentan obtener beneficio de importantes acontecimientos empresariales completados con/sin éxito, (por ejemplo: fusiones y adquisiciones, liquidaciones, OPVs y otros eventos corporativos similares).

Realizan compras sobre títulos a precios con descuento respecto a los valorados como correctos al término de la transacción. Si se desconfía del buen fin del evento se procede al revés, vendiendo los sobrevalorados.

3. Clases de estrategias - GRUPO 2 (I)

Event Driven / Special Situations

Rentab.: LIBOR + 6-9% ; Volatil.: 6-8%

① *Risk Arbitrage, Merger Arbitrage*: esta estrategia consiste en ponerse largo en la empresa que será adquirida o relanzada o recibirá un MBO, y corto en aquella que compre. El principal riesgo es que la operación de fusión o adquisición no se complete con éxito. El riesgo se cubre mediante una opción de venta sobre el índice del mercado. Si se desconfía del buen fin de la fusión se operará a la inversa.

② *Distressed Securities*: estrategia orientada hacia inversiones en bonos, acciones, dchos. de cobro o pasivos contingentes de compañías inmersas en problemas financieros que, con frecuencia, suelen estar infravaloradas, confiando en su recuperación. Dichas compañías suelen cotizar con descuento por su necesidad de reestructuración para revitalizar su estabilidad financiera. Ejemplo: Cías. en capítulos “7th” & “11th” de EE.UU.

③ *High Yield*: las inversiones se realizan en empresas con escasa historia o con difícil acceso al crédito. Sus necesidades financieras a corto les obligan a pagar altas tasas de interés para compensar su riesgo.

3. Clases de estrategias - GRUPO 3

GRUPO 3: Oportunista

Las **Estrategias Oportunistas**, confían en encontrar títulos que, bien por estar infra o sobrevalorados, pueden ser respectivamente negociados de forma direccional. Cada inversión es diseñada individualmente y los riesgos no deseables, como el riesgo bursátil, son gestionados segregadamente.

3. Clases de estrategias - GRUPO 3 (I)

Opportunistic I - Tactical Trading

Rentab.: LIBOR + 6-12% ; Volatil.: 10-12%

- ① *Global Macro or Macro Strategies*: intentan obtener beneficios de las posiciones largas y cortas, que son influenciados por grandes acontecimientos y tendencias económicas. Estas estrategias se centran en bonos, divisas y mercaderías, y pueden implicar niveles de apalancamiento significativamente elevados.
- ② *Managed Futures Strategies*: buscan beneficiarse de las inversiones en CTA's (Commodity Trading Advisor), que cotizan en los mercados mundiales de futuros (materias primas, divisas y activos financieros). Estas inversiones suelen responder a enfoques sistemáticos, que emplean información técnica, mientras que los gestores de enfoque discrecional, emplean valoraciones fundamentales.

3. Clases de estrategias - GRUPO 3 (II)

Opportunistic II - Long / Short (directional)

Rentab.: LIBOR + 9-13% ; Volatil.: 11-15%

④ **Long/Short Equity Strategies:** son estrategias muy especializadas que consisten en la compra de títulos infravalorados y la toma de posiciones cortas en los sobrevalorados bien por estilo de inversión, por zonas geográficas (ej.: Europa vs. USA), por sectores (ej.: Tecnológicas vs. Biotecnológicas), por capitalización bursátil (ej.: large cap vs. small cap,..)

⑤ **Emerging Markets:** se opera sobre acciones y/o títulos de deuda pública o empresarial emitida en países emergentes (mayoría de los mercados mundiales excepto los de Norte América, Europa Occidental, Japón, Nueva Zelanda y Australia) que pueden atravesar por dificultades económicas, políticas y sociales.

⑥ **Short Sellers Strategies:** consiste en la venta anticipada de títulos tomados en préstamo, que se consideran sobrevalorados, para comprarlos después más baratos y devolverlos, ganando el diferencial de precios.

3. Clases de estrategias - Distribución

| Estrategia de inversión | Peso (100%) |
|--------------------------------|--------------------|
| Long Short | 41 % |
| Even Driven | 20 % |
| Global Macro | 10 % |
| Fixed Income Arbitrage | 8 % |
| Market Neutral | 6 % |
| Emerging Markets | 5 % |
| Managed Futures | 5 % |
| Resto de estrategias | 5 % |

Fuente: HFR

3. Clases de estrategias - Volatilidad

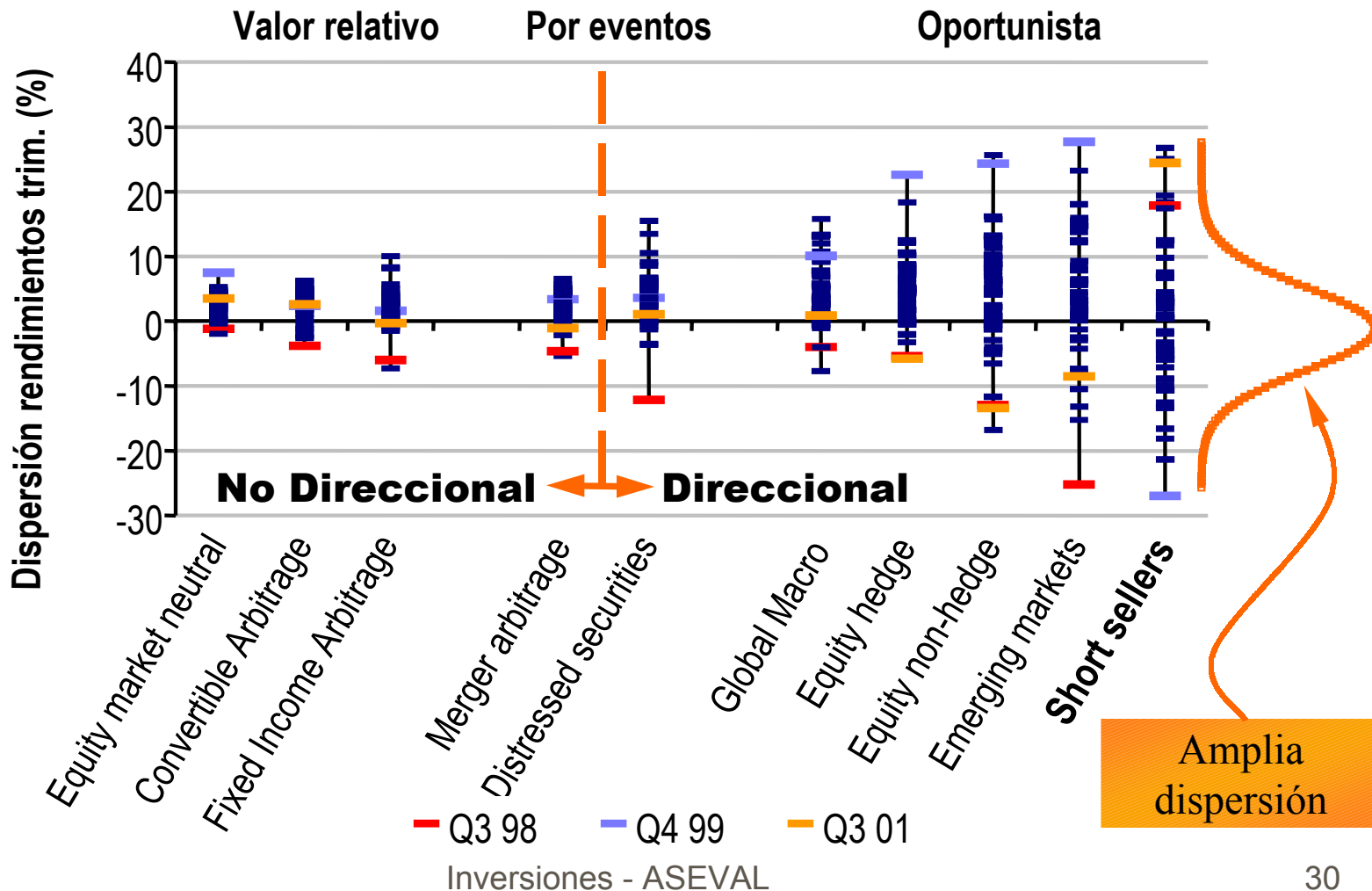
Varias posiciones reducen la volatilidad de la cartera global.

| Activo / Estrategia | Rentabilidad | Desviación Típica | Correlación S&P500 |
|---------------------|--------------|-------------------|--------------------|
| Long Short | 22,35% | 11,35% | 0,64 |
| S&P500 | 18,33% | 16,06% | 1,00 |
| Arbitraje | 14,46% | 3,90% | 0,40 |
| Convertibles | 12,76% | 3,33% | 0,40 |
| Market Neutral | 11,51% | 3,62% | 0,30 |
| Macro Global | 10,59% | 8,45% | 0,48 |
| Distress. Secur. | 9,91% | 6,55% | 0,50 |
| Lehman Bros. I. | 6,46% | 3,42% | 0,21 |
| Renta Fija | 3,86% | 5,20% | -0,18 |

Finales 2001, período de 5 años. Fuente HFR
Inversiones - ASEVAL

4. Evolución de las estrategias (I)

Fuente: UBS Warburg



4. Evolución de las estrategias (II)

- Dispersión de comportamientos: recomendable seleccionar un fondo de fondos en G.A. que combine estrategias. La diversificación se hace indispensable dadas unas rentabilidades tan dispares.

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Distressed (HFR) | +10,9% | -3,7% | +8,7% | +3,3% |
| CTA (CSFB) | -9,6% | -2,3% | -2,2% | +16,2% |
| Macro (CSFB) | +0,4% | +4,7% | +13,6% | +12,6% |
| Long/Short (CSFB) | +39,6% | -4,3% | -7,6% | -3,4% |
| Merger Arbitrage (HFR) | +8,4% | +10,6% | -1,4% | -2,7% |
| Convertible (HFR) | +8,5% | +7,3% | +8,8% | +7,1% |
| Fixed Income (CSFB) | +6,3% | -0,4% | +3,7% | +3,8% |

4. Evolución de las estrategias (III)

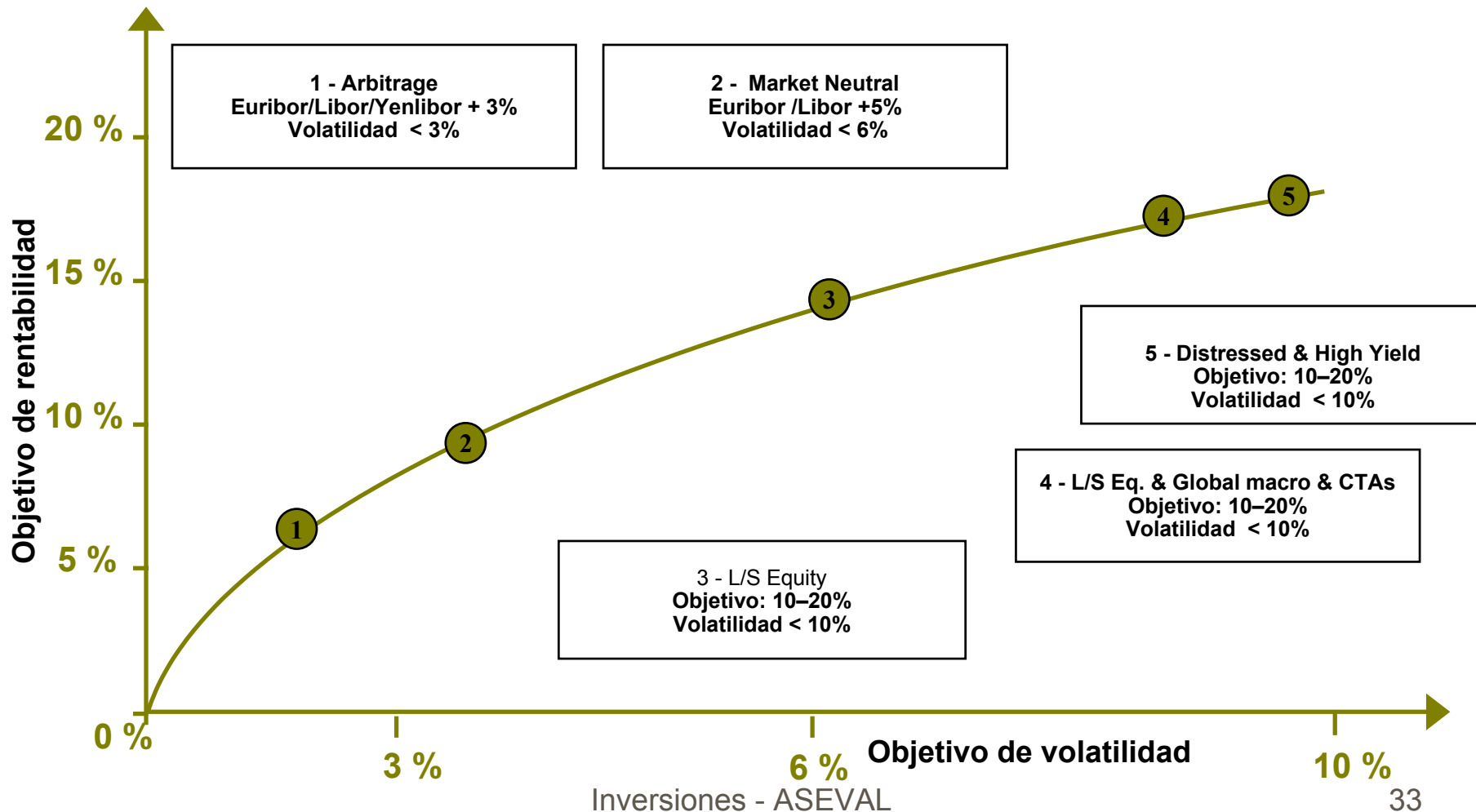
- La baja correlación entre estrategias principales también aconseja diversificar la inversión total en un fondo de fondos

| | Event Driven | Long / Short | Market Neutral | Trading |
|-----------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|----------------|
| Event Driven | 1 | - | - | - |
| Long / Short | 0.84 | 1 | - | - |
| Market Neutral | 0.66 | 0.59 | 1 | - |
| Trading | 0.10 | 0.25 | 0.06 | 1 |

Período: ene-94, mar-00. Fuente: FRM Schroders

4. Evolución de las estrategias (IV)

- Localización en términos de *efficient frontier* - EF.



5. FIAs y fondos de FIAs. Comparación

■ FIAs

- Monoestratégicos =
=difícil diversificación,
- Due Diligence a cargo del inversor,
- Falta de transparencia informativa,
- Los mejores suelen estar cerrados,
- Muchos trámites
- **Riesgo muy elevado.**

■ Fondos de FIAs

- Multiestratégicos = 25 a 50 FIAs por fondo,
- Due Diligence hecha por el advisor
- Mayor transparencia,
- Acceso a fondos cerrados y/o clónicos,
- Relación con advisor
- Menor riesgo.

6. Regulación o su ausencia. Fiscalidad (I)

- Los fondos de GA están muy poco regulados y con límites:
 - apalancamiento
 - uso de derivados
 - valoración diaria (mark-to-market)
 - distribución “al detall” sólo en banca privada
 - trabas en la inversión institucional
- El legislador intenta proteger los intereses de los inversores de manos poco profesionales, transparentes y seguras
- Se enmarcan dentro de las SICAV Parte II de Luxemburgo o Dublín, más reguladas que los fondos en territorios *off-shore*
- La industria adolece de falta de gestores y vendedores experimentados y profesionales, y la frena
- Se está preparando una Directiva Comunitaria que modificará el tratamiento de fondos pero no será más permisiva en G.A.

6. Regulación o su ausencia. Fiscalidad (II)

■ Las IIC podrán tener la siguiente forma jurídica:

- Fondo de Inversión: FIAMM, FIM, FIMF, FII - dcho. español y CNMV.
- FCP - figura similar a SICAV de dcho. francés (Francia, Suiza, Alem.)
- Luxemburgo o Dublín PARTE I - Directiva Comunitaria 85/611CEE. Subfondos y compartimentos. Gestoras buscan menores trabas y costes.
- Luxemburgo o Dublín PARTE II - no cumplen todos los criterios regulatorios, de diversificación, liquidez, etc. exigidos en normas UCITS.
- *Off-Shore* - vehículos no registrados. Están en paraísos fiscales.

■ Tributación:

- Fondos españoles y FCP - legislación española.
- SIMCAV y SICAV PARTE I - legislación española.
- PARTE II y otras IIC - no existe regulación expresa clara.
- *Off-Shore* - se presume una rentabilidad teórica con independencia de su efectiva obtención, incrementa la BI y tributar al marginal.

■ Traspasos según últimas modificaciones comunitarias:

- Fondos - no tributa ante cambios.
- SIMCAVs y SICAVs - sii +500 accs. y sólo para menos 25% cap.

7. Comercialización (I)

- Difícil contratación de FIAs y fondos de FIAs auténticos (imposible a través de mediadores convencionales) y cuentan con los problemas fiscales comentados.
- Algunos “híbridos descafeinados”, como los FCP (*Fond Commun de Placement*) de derecho francés, son una imitación europea, de difícil contratación y seguimiento y son similares a los fondos monetarios dinámicos españoles: **EURIBOR + X** (x minúscula)
- Un gran desconocimiento de estos productos hace peligroso dejarse aconsejar por la falta de profesionales en la materia.
- El desarrollo de la GA pasa por un importante esfuerzo de sus gestores de incrementar su transparencia y control del riesgo. Sólo así atraerán a los inversores institucionales.

7. Comercialización (II)

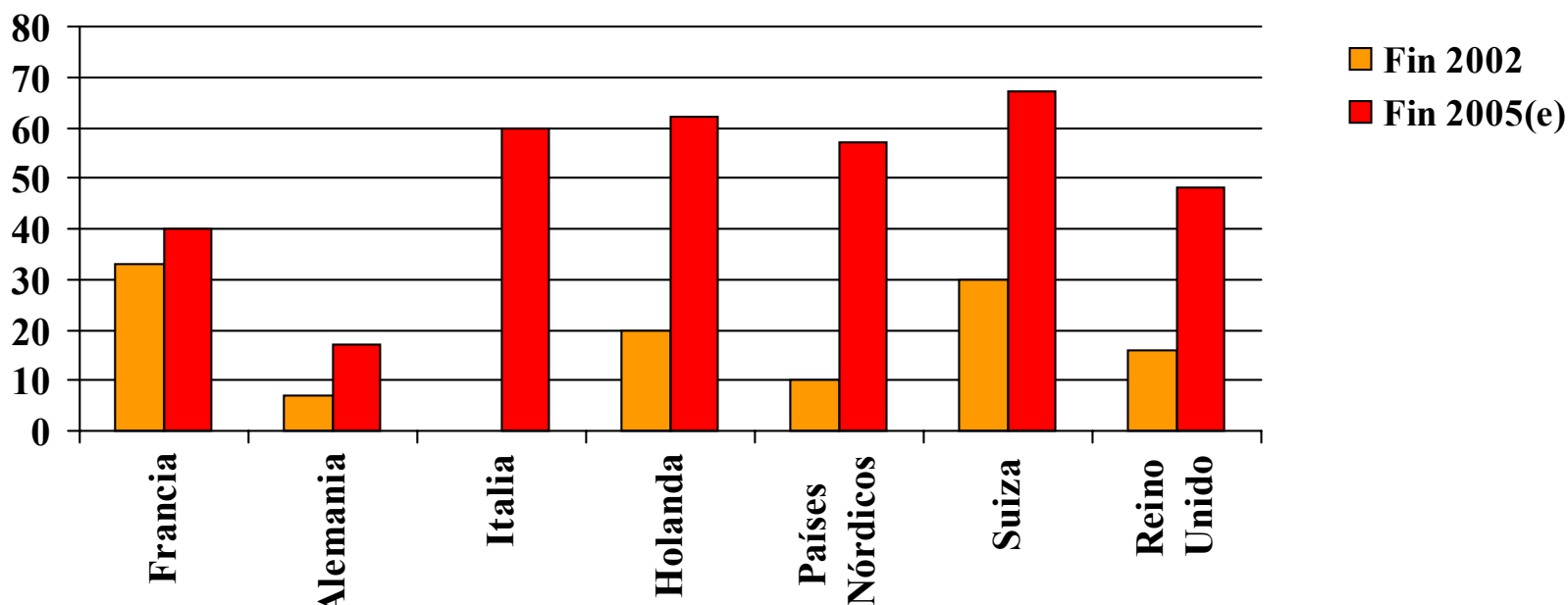
- Los ahorradores-inversores pueden encontrar valor añadido en los fondos de FIAs, ya que permiten (sin garantía de capital):
 - invertir su dinero evitando pérdida del principal,
 - obtener rentabilidades positivas, que compensen la inflación, los impuestos y los costes, y
 - que el ahorro vaya creciendo al transcurrir del tiempo.
- La GA ofrece:
 - diversificación frente a carteras tradicionales,
 - objetivos claros (no índices) y realistas,
 - comisiones en línea.

- La GA en el mundo. Evolución:

| Área | 2001 | 2002 |
|--------|------|------|
| EE.UU. | 7,2% | 7,5% |
| Europa | 2,3% | 2,6% |

8. Evolución esperada en GA

- La G.A. cuenta con frenos a su expansión, hemos visto:
 - falta de gestores especializados
 - falta de transparencia de las gestoras
 - ausencia de control de riesgo convincente
- Pese a ello, se vislumbra potencial de crecimiento para la G.A.



Datos en mill.USD

9. Visión por estrategias para 2003

| | |
|--|--|
| ■ Arbitraje de renta fija | ++ |
| Mercado de renta fija volátil (+) | Empréstitos gubernamentales (+) |
| Políticas laxas de bcos.centrales(+) | Riesgo de burbuja (-) |
| ■ Arbitraje de bonos convertibles | 0 / - |
| Diferencial de Crédito elevado (+) | Posibilidad de emisiones en 2003 (+) |
| Mercado primario poco activo (-) | Riesgo de búrbuja (-) |
| ■ Arbitraje de fusiones | - |
| Mercado poco activo (-) | |
| ■ High Yield ++ / Distressed + | + / ++ |
| Poco dinero en la estrategia (+) | Flujos de oportunidades importante (+) |
| Tasa de quiebra históricamente elevada (+) | |
| Diferenciales de Crédito elevados (+) | |
| ■ Long Short | 0 |
| Mercados volátiles y erráticos (-) | |
| ■ Macro Global 0+ / CTAs 0 | 0 |

OUTLOOK GLOBAL 2003 ... 0 / +