

¿Qué son las inversiones alternativas?

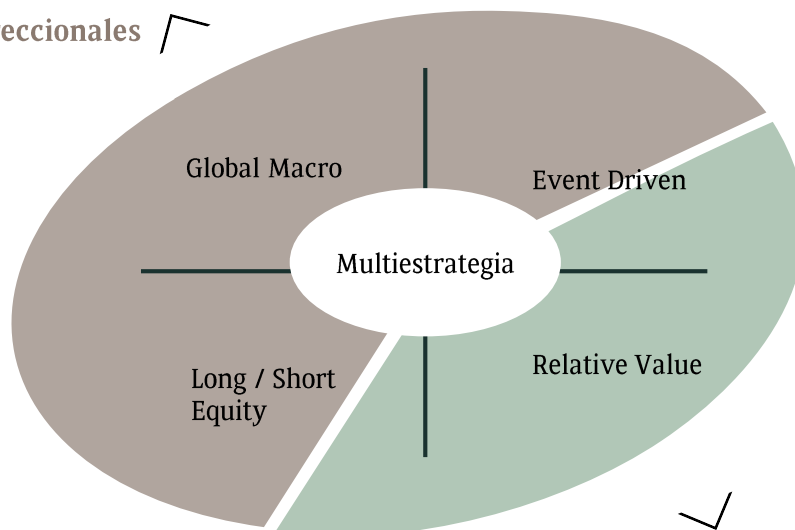
Los fondos de gestión alternativa (donde se encuentran los hedge funds) son fondos constituidos mediante una metodología denominada «alternativa» (frente a la tradicional) que consiste en establecer un objetivo de rentabilidad absoluta en un horizonte de inversión determinado, intentando obtener un rendimiento poco correlacionado con la evolución de los mercados financieros, pudiendo cubrir los principales riesgos de los activos tradicionales (especialmente los riesgos de mercado y riesgo de tipo de interés).

A. Principales familias de inversiones alternativas

Existen numerosas estrategias de inversión alternativas pero podemos agruparlas en cuatro categorías. Gráficamente:

Los gestores de inversiones que siguen estrategias direccionales, tienen como objetivo mantener posiciones de compra y/o venta, según sus previsiones sobre la evolución de los mercados financieros mundiales (acciones, bonos, divisas, materias primas y derivados)

Estrategias direccionales



Estrategias neutrales

Estas estrategias pretenden sacar provecho de las discrepancias de valoración entre múltiples valores. Las estrategias de arbitraje tienen lugar independientemente de las condiciones de mercado.

I. Estrategias Global Macro

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

En esta categoría, encontramos distintos tipos de sub-estrategias:

- **Macro / Discrecional:** el enfoque discrecional se basa en las decisiones de inversión del gestor, que reflejan sus convicciones sobre determinados mercados y/o sectores.
- **CTA (“Commodity Trading Advisors”) / Trading sistemático:** los gestores de trading sistemático invierten en los mercados de muchos activos subyacentes (renta variable, tipos de interés, divisas, etc.). A diferencia del enfoque discrecional, las decisiones de inversión se toman mediante modelos cuantitativos desarrollados por el equipo de gestión del fondo.



II. Estrategias Long/Short

Estas estrategias combinan posiciones largas en valores infravalorados (según el gestor) y posiciones cortas en valores sobrevalorados. Dan al gestor mucha flexibilidad, permitiéndole ajustar la exposición neta al mercado en función de una visión más o menos optimista del futuro. El gestor suele especializarse por sectores, por regiones o por capitalización bursátil. El uso del apalancamiento es habitual y puede permitir al gestor reforzar sus posiciones.

Más detalladamente podemos distinguir:

- **“Long/Short sectorial”**: gestor especializado en un sector concreto (por ejemplo, el sector financiero, la tecnología, etc.).
- **“Long/Short geográfico”**: gestor especializado en una zona geográfica concreta, por lo que se beneficia de un conocimiento profundo de los mercados locales y de sus características, en particular en términos de regulaciones.
- **“Short Sellers”**: son los fondos que practican únicamente la venta en corto. Buscan títulos que estén sobrevalorados y en los que se prevé una caída en preci. El criterio principal de selección es el deterioro de los fundamentales del emisor.

III. Estrategias Event Driven

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

En esta categoría, distinguimos las siguientes sub-estrategias:

- **“Merger Arbitrage”**: esta estrategia pretende aprovechar las diferentes valoraciones provocadas por una oferta pública de adquisición o una fusión en curso. Para ello, el gestor suele tomar una posición larga en el objetivo y una posición corta en el potencial comprador, ya sea antes de que se anuncie la operación o después.
- **“Activists”**: estos gestores compran una parte del capital en circulación de una empresa y se involucran en la gobernanza y la estrategia empresarial de la misma aportando su visión y experiencia. Con ello, esperan que el valor de la empresa aumente.
- **“Distressed Securities”**: los gestores invierten en títulos, principalmente en obligaciones, infravaloradas por impagos o por planes de rescate. Este tipo de estrategia se utiliza sobre todo en Estados Unidos, donde la legislación es favorable.

IV. Estrategias Relative Value

Los gestores de Relative Value utilizan las imperfecciones del mercado para generar rentabilidad. Intentan identificar las diferencias de precio o de rentabilidad que no están justificadas por la situación económica de un emisor o de un mercado, para aprovechar estas discrepancias.

En esta categoría, distinguimos las siguientes sub-estrategias:

- **“Equity Market Neutral”**: los gestores tratan de minimizar el riesgo de mercado equilibrando las posiciones largas y cortas en sectores comunes para mantener una exposición neta casi nula al mercado.
- **“Convertible Arbitrage”**: el fondo realiza un intercambio entre un bono convertible, con una posición generalmente larga, y la acción correspondiente, con una posición generalmente corta. En función de su previsión, los gestores pueden cubrir o mantener determinados riesgos (de renta variable, tipos de interés, volatilidad y crédito) relacionados con su posición.
- **“Fixed Income Arbitrage”**: estos fondos utilizan las discrepancias de precios en los mercados de renta fija. El uso de derivados es parte integral de esta estrategia y a menudo hace que sea un poco más complejo realizar el análisis de riesgo y ajustar el grado de apalancamiento utilizado.

Estas cuatro familias de estrategias pueden implementarse independientemente del tipo de vehículo descrito a continuación



B. Categorías de vehículos de estrategia alternativa

El universo internacional de fondos que utilizan estrategias alternativas es muy amplio. Incluye muchos tipos de vehículos que tienen una variedad de perfiles de riesgo, liquidez y rentabilidad esperada. Sin embargo, es posible agrupar estas estructuras en las cuatro grandes categorías que se enumeran a continuación:

I. Fondo alternativo a través del marco legal de los UCITS (fondo o fondo de fondos)

Estos fondos aplican estrategias de gestión alternativa de acuerdo con el marco normativo europeo tradicional de los fondos de inversión UCITS. Esta categoría de fondos, cuyo marco legislativo es más estricto, ofrece una protección adecuada al inversor en una serie de ámbitos, especialmente en lo que respecta a la diversificación, el apalancamiento, la valoración, el control del riesgo de contraparte y las normas de liquidez. Estos fondos se benefician del pasaporte europeo.

Estas características, así como la mejora de la transparencia y los requisitos de información, han provocado un rápido crecimiento de los activos de este tipo de fondos. Sin embargo, en algunos casos, estos fondos siguen siendo complejos, debido a sus estrategias de gestión alternativa.

Algunas subestrategias, como los "distressed securities" o "activism", no pueden utilizarse, o sólo con gran dificultad, en el marco legal de los UCITS.

II. Managed Accounts o cuentas gestionadas

Desde hace más de veinte años, los inversores pueden suscribir a través de managed account o cuentas gestionadas. Estas cuentas (a menudo subfondos de un fondo de inversión o una estructura similar) son gestionadas por plataformas especializadas. Éstas designan a un gestor de hedge funds para que aplique su estrategia de gestión habitual, con restricciones y limitaciones de riesgo predefinidas: liquidez, riesgo de mercado, diversificación, gestión del riesgo de contraparte, valoración, segregación de activos, etc.

Los activos son controlados por la plataforma de las cuentas gestionadas con total transparencia, que también es libre de imponer las contrapartes con las que trabajará la gestora. El riesgo operativo se transfiere casi por completo de la gestora a la plataforma de cuentas gestionadas.

El mundo de las cuentas gestionadas es muy amplio. Por lo tanto, los inversores deben leer la documentación de cada cuenta gestionada y comprender su funcionamiento antes de cualquier suscripción.

En comparación con otros vehículos de inversión alternativos, existen costes adicionales asociados a una cuenta gestionada.

III. Fondo de hedge funds

Un fondo de hedge funds se compone de una cartera de hedge funds puros (aproximadamente 20) que permite a los inversores diversificar su riesgo entre toda una serie de estrategias y/o gestoras.

Los riesgos (en particular los derivados de la volatilidad) de la inversión directa en un solo hedge fund (ver el apartado IV más adelante) pueden, por tanto, reducirse en gran medida, ya que la inversión se realiza a través de un fondo de hedge funds, lo que permite una amplia diversificación tanto en términos de estrategias (enfoque multiestrategia) como de gestoras de hedge funds (enfoque multigestión).

Su nivel de riesgo es, en general, menor que el de un fondo de acciones, por ejemplo, al tiempo que ofrece una rentabilidad normalmente más regular y relativamente descorrelacionada con la de los mercados financieros.

Sin embargo, dada la forma en que se estructuran los fondos de hedge funds, las comisiones de gestión suelen ser más elevadas que las de hedge funds puros.



IV. Single Hedge Funds o Hedge Funds puros

Las políticas de gestión de los hedge funds puros son muy variadas y a veces se basan en una búsqueda activa de rentabilidad, lo que significa que los riesgos pueden ser elevados. Sin embargo, este universo se ha institucionalizado mucho y, debido a los importantes volúmenes suscritos por los inversores institucionales, la búsqueda de una rentabilidad más razonable y constante se ha convertido en algo muy habitual.

En general, los hedge funds puros multiestrategia son menos arriesgados que los monoestrategia.

La adquisición de este tipo de productos debe ser objeto de un control especial por su especificidad, y debe representar una parte adecuada del patrimonio del inversor.

A finales de junio de 2020, según el informe del HFR, el 66% de los activos de las estrategias de inversiones alternativas están en manos de sociedades gestoras que tienen más de 5.000 millones de dólares de activos bajo gestión y el 90% en aquellas con más de 1.000 millones. En cuanto a los fondos, el 83% tiene más de 1.000 millones de dólares en activos (el 90% tiene al menos 500 millones).

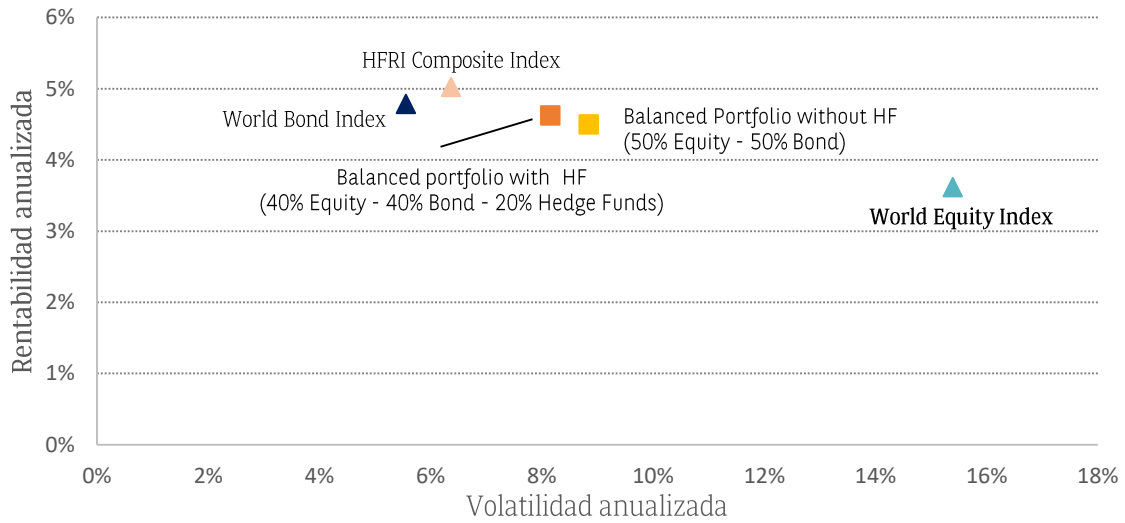
¿Cuáles son las ventajas de realizar una inversión en productos que utilizan estrategias de gestión alternativa?

El objetivo de un enfoque de gestión alternativa es lograr rentabilidades absolutas (sin índice de referencia) que tengan una baja correlación con los índices de mercado. Las estrategias aplicadas por el fondo para lograr estas rentabilidades absolutas tienen características muy diferentes en términos de rentabilidad y riesgo, lo que permite aprovechar potencialmente todas las fases del mercado (alcista, bajista o plano).

La inversión en este tipo de fondos puede permitir la optimización de la rentabilidad/riesgo y ofrecer una perspectiva atractiva de ganancias dado el nivel de riesgo (volatilidad). Por ejemplo, los UCITS alternativos, los fondos multiestrategia de fondos hedge funds o las carteras/mandatos de hedge funds puros ofrecidos por BNP Paribas, tratan de preservar el capital, reduciendo la correlación con los mercados, limitando la volatilidad, y proporcionar una rentabilidad superior a la de los bonos durante un período de inversión de medio/largo plazo. Los fondos de hedge funds monoestrategia y las carteras/mandatos de hedge funds puros monoestrategia, en función del enfoque adoptado y/o las estrategias aplicadas, pretenden ofrecer objetivos de rentabilidad superiores con un poco más de volatilidad.



El siguiente gráfico muestra el impacto de añadir fondos de hedge funds a una cartera de acciones y bonos (entre enero de 2000 y octubre de 2020).



- Reducción de la volatilidad global de la cartera
- Reducción de la máxima caída
- Reducción de la sensibilidad a los mercados financieros

Composición de una cartera equilibrada sin HF: 50 % del World Equity Index + 50 % del World Bond Index

Composición de una cartera equilibrada con HF: 40% del World Equity Index + 40% del World Bond Index + 20% del Fund of Funds Index

El uso de los siguientes índices permite un acceso libre a los datos

	Desde 31/12/2000 al 31/12/2007	Desde 31/01/2008 al 31/10/2020
Índice World Equity (Renta variable) :	MSCI World (USD) MXWO Index	MSCI World TR (USD) M1WO Index
Índice World Bond (Renta fija):	JP Morgan Aggr. Bond Index (USD) JGAGGUSD Index	Bloomberg Barclays Global Aggr. TR Index (USD) LEGATRUU Index
Índice Composite de hedge funds	HFRI funds weighted composite Index (USD) HFRI FWI Index	HFRI funds weighted composite Index (USD) HFRI FWI Index

¿Cuáles son los riesgos de invertir en inversiones alternativas?

Efecto apalancamiento

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

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

Riesgo de información

Los vehículos que utilizan estrategias de gestión alternativas tienen diversas limitaciones en cuanto a la valoración y la información en función de la normativa o el modo de funcionamiento del fondo.

Por ejemplo, los inversores de fondos que utilizan estrategias de gestión alternativa reciben a veces muy poca información. Las complejas estrategias de los fondos de inversión que aplican una metodología de gestión alternativa pueden parecer bastante opacas para los inversores. Este fenómeno puede agravarse cuando el fondo no está sujeto a una normativa estricta (como la que se aplica a los UCITS alternativos, por ejemplo).

En este caso, el acceso a la información es limitado y sólo es posible a través de un contacto directo o indirecto ya establecido con el fondo y/o la sociedad gestora, aunque muchos hedge funds puros, al disponer de inversores institucionales, proporcionan mucha información. Es muy importante distinguir los que son transparentes y los que lo son menos. Por ello, los cambios de estrategia, que pueden conducir a un aumento significativo del riesgo, son a menudo malinterpretados o completamente subestimados por los inversores, porque operan en un entorno con bajos niveles de transparencia e información. Este no es el caso de los UCITS alternativos y las cuentas gestionadas, que ofrecen altos niveles de transparencia y, en el caso de los UCITS alternativos, la obligación legal de presentar informes periódicos.

El valor de reembolso (o valor neto de los activos) de un determinado fondo de inversión no suele conocerse (suele ser el valor del mes anterior el que se conoce) cuando el inversor decide comprar o reembolsar este tipo de instrumento financiero. Esto se explica por el hecho de que normalmente hay que avisar antes de cualquier operación de este tipo. En consecuencia, el valor liquidativo sólo puede calcularse una vez que se ha producido la compra o el reembolso. Lo que no ocurre con los UCITS alternativos.

Liquidez potencialmente limitada

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

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

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

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



Además, teniendo en cuenta la complejidad de las inversiones subyacentes efectuadas por estos fondos, puede resultar necesario realizar ajustes del valor liquidativo tras la aprobación de las cuentas anuales. En consecuencia, determinados fondos de inversión alternativos pueden retener una parte del importe del inversor (normalmente un 5%), hasta la aprobación de las cuentas anuales, si éste decide liquidar el 100% de su participación.

En la mayoría de los casos, las cuentas gestionadas ofrecen una liquidez mucho más flexible (mensual, semanal o incluso diaria) y a corto plazo.

En cuanto a los UCITS alternativos, ofrecen altos niveles de liquidez: en la mayoría de los casos, diaria o semanal. En cualquier caso, la normativa establece que el reembolso debe ser posible al menos dos veces al mes.

Riesgos relacionados con las disposiciones reglamentarias

Podemos distinguir entre los fondos que cumplen las normas de las directivas europeas UCITS (fondos denominados UCITS alternativos) y los demás. Estas normas UCITS se han ido perfeccionando a lo largo del tiempo y pretenden ofrecer un nivel satisfactorio de protección a los inversores, sobre todo en lo que respecta a las normas de gestión aplicadas a los fondos y a la forma de comercializarlos.

Las directivas UCITS definen normas específicas sobre las inversiones permitidas (prohibición de mantener directamente posiciones cortas, prohibición de invertir directamente en materias primas), las técnicas de gestión, las normas de diversificación, la gestión del riesgo, la publicación del valor liquidativo con una frecuencia mínima y la separación mínima de activos y funciones.

Los fondos "no UCITS" pueden estar sometidos a una menor reglamentación (puede ser relativamente ligera) y a un sistema de supervisión relativamente flexible, por lo que pueden ofrecer distintos niveles de protección a los inversores.

Pueden producirse problemas o retrasos en la ejecución de las órdenes de suscripción o reembolso de participaciones de determinados fondos de inversión, para los que el banco no puede asumir ninguna responsabilidad. No siempre existe la garantía de que los derechos de los inversores sean ejecutables.

Los inversores interesados en invertir en los llamados métodos "alternativos" deben ser conscientes de estos riesgos. Antes de realizar cualquier inversión, deben considerar con precaución los productos de inversión, su solidez, el rigor de la gestión de los activos y la calidad del sistema de control de riesgos.

Para el universo de los hedge funds, en julio de 2013 entró en vigor en todos los países de la Unión Europea una nueva directiva europea, la Alternative Investment Fund Managers (AIFM), con el objetivo de establecer mayores requisitos comunes de acreditación, transparencia, control de riesgos y supervisión de las sociedades gestoras con sede en la Unión Europea y de los establecidos en otros países pero que deseen gestionar o vender Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), incluidos los UCITS dentro de la Unión Europea. Esto mejora el objetivo de proteger a los inversores y de limitar el acceso sólo a los clientes bien informados, o incluso profesionales (dependiendo de la normativa local).

Riesgo relacionado con las técnicas de gestión

Los fondos en los que ha invertido el cliente pueden realizar ventas en corto (es decir, vender valores que no poseen o, en la mayoría de los casos, que han sido prestados, para buscar la rentabilidad de un activo sobrevalorado que se espera que baje de valor). Esta técnica puede exponer la parte de los activos del fondo que se dedica a estas actividades a un riesgo ilimitado, ya que no existe un límite superior al precio que pueden alcanzar estos valores. Sin embargo, la mayoría de los gestores de carteras tienen directrices de stop loss y las pérdidas se limitarán a la cantidad invertida en el fondo en cuestión.



Riesgo relacionado con el cambio de valoración

En la mayoría de los casos, los UCITS alternativos, las cuentas gestionadas y los fondos de hedge funds tienen valores netos establecidos por un auditor externo independiente. Este es también el caso de los hedge funds puros.

Sin embargo, algunos fondos no tienen el valor liquidativo validado por los auditores (excepto el valor liquidativo calculado al final del año). En estos casos, para valorar los fondos, el banco utiliza información financiera no auditada proporcionada por el personal administrativo y/o los creadores de mercado. Cuando la información financiera utilizada por los fondos para determinar su propio valor liquidativo resulta ser incompleta o incorrecta o cuando el valor liquidativo no refleja el valor de las inversiones realizadas por los fondos, la valoración de estos activos resulta inexacta.

Custodios

Los UCITS alternativos y las cuentas gestionadas están sujetos a estrictas restricciones en cuanto a los custodios para proporcionar un nivel de seguridad satisfactorio.

Para algunos hedge funds, la función de custodio la realiza un broker en lugar de un banco. Estos intermediarios pueden no tener la misma calificación crediticia que un banco. Además, a diferencia de los bancos custodios que operan en un entorno regulado, estos brokers sólo asumen la tarea de mantener la custodia de los activos, pero ninguna de las obligaciones de supervisión reglamentaria.

¿A qué tipo de inversores van dirigidas este tipo de inversiones alternativas?

Inversores con cierto conocimiento de las técnicas de inversión y sus riesgos subyacentes

En general, y dependiendo del tipo de fondo o estrategia, esta inversión es para inversores con buenos o muy buenos conocimientos financieros. En el variadísimo mundo de los fondos (desde los UCITS alternativos hasta los hedge funds puros, pasando por las cuentas gestionadas y los fondos de hedge funds) hay fondos cuyos enfoques o estrategias son accesibles a los inversores con buenos conocimientos financieros, mientras que otros fondos/estrategias requieren conocimientos financieros realmente muy elevados.

En particular, antes de entrar en un fondo que utilice estrategias alternativas, los inversores deben considerar en detalle los riesgos específicos asociados a la inversión. También deben asegurarse de que están legalmente autorizados a invertir en el producto (dependiendo de la normativa local) y de que no está restringido a una determinada categoría de inversores (por ejemplo, profesionales del mercado).

Inversores que desean introducir una diversificación significativa en su patrimonio

Por otra parte, como ocurre con cualquier clase de activos, los fondos de inversión que utilizan estrategias de gestión alternativa deben utilizarse de forma que reflejen el perfil del inversor (apetito de riesgo, conocimientos técnicos y horizonte de inversión en particular).

Para ello, BNP Paribas Wealth Management cuenta con una amplia gama de productos y socios especializados.

Gracias a las selecciones que realiza, BNP Paribas Wealth Management ofrece fondos que cumplen con estrictos criterios de transparencia, uso de apalancamiento, utilización de administradores independientes, empresa auditora de referencia o depositario profesional, etc.

Antes de invertir en un fondo, el inversor debe ser consciente de la posible existencia de comisiones sobre rentabilidad (práctica habitual en el mercado). Algunos fondos, quizás incluso la mayoría, prevén una comisión sobre rentabilidad. Se trata de una comisión variable, a menudo cobrada anualmente, que se paga a la sociedad gestora si, y sólo si, la rentabilidad alcanza un nivel definido de antemano en el reglamento del fondo (o un umbral de activación). Esta comisión se suma a las comisiones de gestión anuales.



Fiscalidad

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

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

A. El punto de vista del inversor:

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

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

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

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

A2- Modificación del tratamiento fiscal

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

B. El punto de vista del comercializador:

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