

# La industria de los Fondos de Inversión Libre en España

Luis Ferruz Agudo\*

Isabel Marco Sanjuán\*\*

Fernando Muñoz Sánchez\*\*\*

**A finales de 2006 aparecieron en España los primeros Fondos de Inversión Libre y las primeras Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre al amparo del nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre). Los principales objetivos de este trabajo son conocer las recientes novedades legislativas vigentes desde marzo de 2007 referentes a estas nuevas figuras de Inversión Colectiva, los hedge funds, en el contexto español, así como efectuar una revisión de las principales características distintivas de estos nuevos productos financieros y de su situación en la actualidad en España.**

**Palabras clave:** fondos de inversión, instituciones de inversión colectiva, legislación, España.

**Clasificación JEL:** F21, E22.



COLABORACIONES

## 1. Introducción

Al amparo del nuevo Reglamento que desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), aprobado por el Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre,

aparecieron por primera vez en España los *hedge funds*, tal y como son conocidos a nivel internacional, bajo el nombre de IIC de Inversión Libre. Otra figura estrechamente relacionada con las IIC de Inversión Libre, que han surgido al amparo del mismo Reglamento son las IIC de IIC de Inversión Libre.

Las IIC de Inversión Libre y las IIC de IIC de Inversión Libre, completamente nuevas en el panorama de fondos de inversión español, están recogidas en los artículos 43 y 44 respectivamente de dicho Reglamento.

Más recientemente, y debido a la experiencia de estos años, a la evolución del sector en España, así como al análisis de la normativa comparada de los principales

\* Profesor Titular de Finanzas. Universidad de Zaragoza. Departamento de Contabilidad y Finanzas. Facultad de CC. EE. y Empresariales. Universidad de Zaragoza.

\*\* Profesora Titular de Finanzas. Universidad de Zaragoza. Departamento de Contabilidad y Finanzas. Facultad de CC. EE. y Empresariales. Universidad de Zaragoza.

\*\*\* Becario de Investigación DGA. Universidad de Zaragoza. Departamento de Contabilidad y Finanzas. Facultad de CC. EE. y Empresariales. Universidad de Zaragoza.

países de nuestro entorno, tal y como justifica su exposición de motivos, aparece el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003.

Con este Real Decreto que modifica al anterior ya existente cambian, principalmente, los artículos 43 y 44 que regulaban las IIC de Inversión Libre y las IIC de Inversión Libre respectivamente. También sufre una pequeña modificación el artículo 45 que trata el tema de las IIC cuya política de inversión se basa en la inversión en un único fondo de inversión, al igual que el artículo 2 y el artículo 6 que definen fondo de inversión y tratan el concepto y número mínimo de accionistas respectivamente.

El objetivo fundamental que persigue esta última y reciente reforma es, tal y como consta en la exposición de motivos de dicho Real Decreto, «flexibilizar el régimen de estas IIC, especialmente en lo referente al régimen de reembolsos, para permitir su pleno desarrollo en España. De este modo se permite a estas IIC establecer un límite máximo del importe a reembolsar con el consiguiente prorrateo de las solicitudes. Además estas instituciones pueden establecer periodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes y un régimen de preavisos para las suscripciones y reembolsos más flexible que el régimen general. Por otro lado podrán no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo. Semejante capacidad de maniobra, necesaria para el desenvolvimiento de estas clases de instituciones, se ve compensada con una mayor exigencia de información en el folleto».

## 2. Características de los Fondos de Inversión Libre

Teniendo en cuenta las novedades introducidas en marzo de 2007, entre las

principales características con las que cuentan los Fondos de Inversión Libre se podrían destacar las siguientes:

— Los partícipes de los Fondos de Inversión Libre deben llevar a cabo un desembolso mínimo inicial para suscribir las participaciones de 50.000 ?.

— Este tipo de Fondos de Inversión están destinados a inversores cualificados, que tal y como queda recogido en el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, se trata de inversores que se encuentren en alguno de los siguientes casos:

a) Personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros, incluyendo: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, otras entidades financieras autorizadas o reguladas, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, intermediarios autorizados de derivados de materias primas, así como entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad sea invertir en valores.

b) Gobiernos nacionales y regionales, bancos centrales, organismos internacionales y supranacionales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otras organizaciones internacionales similares.

c) Otras personas jurídicas que no sean pequeñas y medianas empresas.

d) Personas físicas residentes en el Estado español que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado y que cumplan al menos dos de las tres condiciones siguientes:

- Que el inversor haya realizado operaciones de volumen significativo en los mercados de valores con una frecuencia media de al menos 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.



COLABORACIONES

- Que el volumen de la cartera de valores del inversor sea superior a 500.000 euros.

- Que el inversor trabaje o haya trabajado por lo menos durante un año en el sector financiero desempeñando una función que exija conocimientos relativos a la inversión en valores.

e) Pequeñas y medianas empresas que tengan su domicilio social en el Estado español y que expresamente hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado.

- Los Fondos de Inversión Libre deben contar como mínimo con un número de partícipes de veinticinco.

- La determinación del valor liquidativo de las participaciones en los Fondos de Inversión Libre se tiene que llevar a cabo con una periodicidad trimestral, si bien, en el caso de que las inversiones previstas así lo impongan, este cálculo puede ser semestral. La periodicidad con la que se llevarán a cabo las suscripciones y los reembolsos de los fondos será la misma que la de determinación del cálculo del valor liquidativo, sin embargo, cabe la posibilidad de que esto no sea así y no se otorgue la posibilidad de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo cuando así lo impongan las inversiones previstas. Además existe la posibilidad de que se impongan periodos de preavisos tanto para las suscripciones como para los reembolsos.

- Existe la posibilidad de que a los partícipes de un Fondo de Inversión Libre se les exija un periodo mínimo de permanencia dentro del mismo. Este hecho debe ser autorizado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), cuando lo considere oportuno en función de las exigencias de las inversiones previstas, y además debe constar en el folleto informativo.

- No les afecta los límites máximos y las formas de cálculo de las comisiones

de gestión, depósito, suscripción y reembolso, que el Reglamento recoge y que afectan al resto de Fondos de Inversión.

- Los Fondos de Inversión Libre tienen la posibilidad de invertir en activos e instrumentos financieros y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza de su subyacente, teniendo en cuenta los principios de liquidez, diversificación del riesgo y transparencia que se recogen en el artículo 23 de la ley.

- El endeudamiento que pueden alcanzar estos fondos no debe superar en cinco veces el valor de su patrimonio. Además deben informar en el folleto simplificado cual es el límite de endeudamiento que se establece.

- Los datos a incluir en el folleto informativo serán entre otros los siguientes: criterios de valoración de activos, existencia de conflictos de interés al realizar operaciones vinculadas, comisiones que soportan los partícipes del fondo y régimen de preavisos para las suscripciones y los reembolsos.

- Para que un inversor pueda acceder a este tipo de IIC previamente a la suscripción o adquisición de las participaciones tiene la obligación de dejar constancia por escrito de que conoce los riesgos inherentes a la inversión, salvo que se trate de un inversor cualificado o exista un contrato de gestión discrecional de carteras que autoricen a invertir en este tipo de IIC e incluyan advertencias equivalentes a las del documento nombrado al principio.

- Existe un registro especial creado por la CNMV en donde deben ser inscritos los Fondos de Inversión Libre.

### 3. Fondos de Inversión Libre en el mercado español

En la actualidad existen en España nueve Fondos de Inversión Libre registra-



COLABORACIONES

CUADRO 1 FONDOS DE INVERSIÓN LIBRE ESPAÑOLA		
Fondo de Inversión Libre	Fecha de registro	Entidad gestora
BBVA Codespa Microfinanzas, FIL	08/11/2006	BBVA Gestión, SA, SGIIC
BBVA & Partners Retorno Absoluto, FIL	04/12/2006	BBVA Gestión, SA, SGIIC
Fondo Adamantium, FIL	04/12/2006	Santander Asset Management, SA, SGIIC
Fondo Kaizen, FIL	04/12/2006	Santander Asset Management, SA, SGIIC
Cygnus Long Short Utilities Paneuropeas, FIL	04/12/2006	Cygnus Asset Management, SGIIC, SA
Siitnedif Tordesillas, FIL	27/02/2007	Siitnedif, SGIIC, SA
March Cartera Activa, FIL	02/04/2007	March Gestión de Fondos, SGIIC, SA
Fondo GRE, FIL	25/06/2007	Santander Asset Management, SA, SGIIC
Cygnus Global Managers, FIL	29/06/2007	Cygnus Asset Management, SGIIC, SA

*Fuente: Elaboración propia en base a CNMV*

dos en la CNMV cuya denominación, fecha de registro y entidad gestora mostramos en el Cuadro 1 ordenados por fecha de inscripción.

Todos ellos están denominados en euros y exigen una inversión mínima inicial, que coincide con la inversión mínima a mantener, de 50.000 euros a excepción de los fondos Siitnedif Tordesillas, FIL y Cygnus Global Managers, FIL, que elevan sus exigencias a 150.000 y 250.000 euros respectivamente.

Igualmente, salvo los fondos de inversión BBVA & Partners Retorno Absoluto, FIL y Cygnus Global Managers, FIL, que exigen unos preavisos de 8 días y de 45 días naturales respectivamente, los demás requieren un preaviso de 10 días para realizar reembolsos iguales o superiores a 300.000 euros.

En este apartado efectuamos una descripción de las principales características de cada uno de estos fondos, comparándolos entre sí, basándonos en la información suministrada en sus respectivos folletos de emisión.

### 3.1. BBVA Codespa Microfinanzas, FIL

Se trata de un Fondo de Inversión Libre cuya entidad gestora es BBVA Gestión,

SA, SGIIC. y cuya entidad depositaria es Banco Depositario BBVA, SA. No existe una participación máxima por partícipe, el horizonte de inversión recomendado es de 3 años y tiene un perfil de riesgo agresivo. El valor liquidativo se calcula con una periodicidad mensual, el primer día hábil de cada mes. En cuanto al valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos, éste será el primero que se determine con posterioridad a la solicitud. La liquidación de las suscripciones y reembolsos se lleven a cabo dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha del valor liquidativo aplicable a la solicitud.

Este fondo pretende a través de sus inversiones, además de obtener una rentabilidad positiva para sus partícipes, el desarrollo de la industria microfinanciera. La industria microfinanciera promueve el desarrollo sostenible en países en vías de desarrollo facilitando el acceso a la financiación a pequeños empresarios sin recursos económicos. Para ello la política de inversión de este fondo se centra principalmente en la adquisición de valores no cotizados emitidos por instituciones microfinancieras o en otros valores o instrumentos emitidos por este tipo de instituciones. Concretamente invierte en:

- Instrumentos de deuda emitidos por instituciones microfinancieras; también



COLABORACIONES

cabe la posibilidad de que el fondo participe en el capital de estas instituciones.

- Bonos emitidos por instituciones microfinancieras que respondan al status de entidad financiera.

- Emisiones de deuda, listadas o no, de entidades financieras dedicadas a la financiación de instituciones microfinancieras.

- Emisiones de deuda emitidas por organismos internacionales.

Este fondo de inversión, al menos, invierte el 50 por 100 de los recursos en América Latina. Además informa de una serie de límites en sus inversiones, en cuanto a naturaleza y duración de las mismas. Concretamente hasta un 10 por 100 de la cartera puede ser invertida en activos con un vencimiento superior a 7 años, un mínimo de un 50 por 100 de la cartera no podrá estar invertida en activos con vencimiento superior a 3 años, la inversión en renta variable será como máximo de un 10 por 100 de los recursos del fondo y no se invertirá más de un 10 por 100 de los recursos en una misma institución microfinanciera pudiendo incrementarse este límite hasta un 15 por 100 en algunos casos excepcionales.

En cuanto a las comisiones del fondo nos encontramos con una comisión anual de gestión del 2,75 por 100 del patrimonio, una comisión anual de depósito del 0,15 por 100 del patrimonio, no hay comisión de suscripción de la gestora, y finalmente con respecto a la comisión de la gestora por reembolso nos encontramos con las siguientes situaciones: una comisión de un 3 por 100 del importe reembolsado para participaciones reembolsadas con antigüedad inferior a un año, una comisión del 2 por 100 sobre el importe reembolsado para el caso de participaciones reembolsadas con una antigüedad superior a un año e inferior a dos años, y finalmente una comisión de un 1 por 100

sobre el importe reembolsado para participaciones reembolsadas con una antigüedad igual o superior a dos años e inferior a tres años.

### **3.2. BBVA & Partners retorno absoluto, FIL**

Se trata de un Fondo de Inversión Libre cuya gestora es BBVA Gestión, SA, SGIC y cuya entidad depositaria es Bnco Depositario BBVA, SA. No existe un límite de inversión por partícipe individual y va dirigido a inversores cualificados tal y como quedan definidos en el artículo 39 del Real Decreto 1310/2005. El plazo recomendado de la inversión es de 3 años y tiene un perfil de riesgo moderado. El valor liquidativo se calcula con una frecuencia mensual, el último día de cada mes. El valor liquidativo que se aplica a las suscripciones y reembolsos es el primero que se calcula con posterioridad a la petición de suscripción o reembolso.

El objetivo que persigue este Fondo de Inversión Libre es el de obtener rentabilidades positivas absolutas con independencia de la evolución del mercado; más específicamente el objetivo de rentabilidad que se marca el fondo es el de conseguir una rentabilidad que se sitúe alrededor de un 7-10 por 100 anual con una volatilidad media que se sitúe alrededor de un 4-6 por 100. Para conseguir estos objetivos la política de inversión del fondo consiste en una combinación de diferentes estrategias de inversión alternativas, siendo la que principalmente se lleva a cabo la estrategia «*Long-Short Equity*» que combina posiciones largas y cortas en acciones, intentando generar valor al comprar compañías «ganadoras/infravaloradas» y vender compañías «perdedoras/sobrevaloradas». En la realización de la selección de valores e inversiones a lle-



COLABORACIONES

var a cabo por el fondo se tendrán en cuenta tres análisis diferentes:

- Análisis «*Bottom up*» que se centra en el análisis específico de las compañías sin contemplar el entorno en el que desarrollan su actividad.
- Análisis macro del entorno económico de las principales áreas geográficas.
- Análisis cuantitativo/técnico de todos los distintos activos y estrategias.

La estrategia Global macro será también empleada para gestionar una parte importante del fondo. Esta estrategia consiste en tomar decisiones de inversión basándose en valoraciones y datos macroeconómicos con los que se intentan anticipar los movimientos de los precios de los mercados. Si el fondo invierte en otras IIC de Inversión Libre, esta participación no podrá ser superior al 10 por 100 del patrimonio total del fondo. Por otra parte este fondo de inversión se ha marcado un límite interno de concentración, de tal manera que, la posición corta o larga en un determinado valor no podrá exceder en ningún momento del 30 por 100 de su patrimonio. En lo referente al apalancamiento del fondo, el endeudamiento del mismo se estima que estará en torno al 40-80 por 100 de su patrimonio.

En cuanto a los riesgos que se derivan de invertir en este fondo caben destacar los siguientes: el riesgo de inversión, el riesgo de concentración, el riesgo asociado al apalancamiento, el riesgo de contraparte, el riesgo derivado de la gestión activa, el riesgo asociado a las ventas en corto y finalmente el riesgo asociado a la estrategia «*Long-Short Equity*».

Respecto a las comisiones que aplica el fondo tenemos una comisión de gestión que consta de dos partes, por un lado un 1,5 por 100 sobre el patrimonio y por otro lado un 20 por 100 sobre los resultados positivos anuales, la comisión de depósito será de un 0,09 por 100 del patrimonio

y no aplican comisión de suscripción o reembolso por parte de la gestora.

En cuanto a los reembolsos, se exige un preaviso de 8 días para importes iguales o superiores a 300.000 euros. Las suscripciones y reembolsos se liquidan dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha de cálculo del valor liquidativo aplicable. La información que reciben los partícipes consta de: un estado de su posición en el fondo con una periodicidad mensual, los sucesivos informes anuales y semestrales, y para aquellos partícipes que expresamente los soliciten también los informes trimestrales.

### 3.3. Fondo Adamantium, FIL

Se trata de un Fondo de Inversión Libre cuya entidad gestora es Santander Asset Management, SGIIC, SA y cuya entidad depositaria es Santander Investment, SA. No existe un volumen máximo de participación por partícipe, el plazo recomendado de la inversión es de 4-6 años, y tiene un perfil de riesgo alto. El valor liquidativo del fondo se calcula mensualmente, el último día hábil de cada mes. El valor liquidativo que se aplica a las suscripciones y reembolsos, es el primero en ser determinado con posterioridad a la solicitud.

Respecto a la información que recibe el partícipe nos encontramos con, un estado de la posición del partícipe en el fondo con una periodicidad no superior a un mes, también se remitirá a los partícipes los sucesivos informes anuales y semestrales, así como los informes trimestrales si el partícipe lo solicita expresamente.

Este fondo se plantea como objetivos, por un lado obtener una rentabilidad media anual que ronde el 6-10 por 100 y un nivel de volatilidad medio que esté en torno al 6-10 por 100 con un 15 por 100 co-



COLABORACIONES

mo máximo. Para lograr estos objetivos se desarrollarán estrategias de gestión alternativa entre las que se puede destacar la estrategia «*Long-Short*», estrategia consistente en obtener beneficios al aprovechar las oportunidades que surgen de los diferenciales de las posiciones compradas y vendidas de los activos de las carteras de inversión del fondo; se trata principalmente de vender aquellos valores que no tienen perspectivas de revalorización y comprar aquellos que tienen buenas expectativas de revalorización. Otras técnicas de gestión alternativa que emplean para obtener rentabilidades absolutas positivas, pero en menor medida, son el arbitraje estadístico y el arbitraje de fusiones y adquisiciones (*event-driven*).

En cuanto a las comisiones que se aplican a los partícipes de este fondo nos encontramos en primer lugar, con una comisión anual de gestión que está formada por dos componentes: por un lado una comisión de un 2 por 100 sobre el patrimonio y por otro lado una comisión del 20 por 100 sobre los resultados positivos, la comisión anual de depositario es de un 0,10 por 100 del patrimonio, la comisión de la gestora por suscripción para las suscripciones solicitadas dentro de los tres días anteriores a la fecha de cálculo del valor liquidativo aplicable es de un 5 por 100 del importe suscrito, y finalmente, la comisión de la gestora por reembolso para los reembolsos solicitados dentro de los seis días anteriores a la fecha de cálculo del valor liquidativo aplicable es de un 5 por 100 del importe reembolsado.

### 3.4. Fondo Kaizen, FIL

Es un Fondo de Inversión Libre cuya entidad gestora es Santander Asset Management, SGIIC, SA y cuya entidad depositaria es Santander Investment, SA.

No existe un volumen máximo de participación por partícipe, el periodo de inversión recomendado oscila entre 3-5 años y tiene un perfil de riesgo medio-alto. El valor liquidativo del fondo es determinado con una periodicidad mensual, el último día hábil de cada mes. El valor liquidativo que se aplica a las suscripciones y a los reembolsos es el primero que se calcula con posterioridad a la fecha de solicitud.

En cuanto a la información que recibe el partícipe, tenemos que con una periodicidad mensual se le remite un estado de cual es su posición en el fondo, además de remitirle de forma periódica los sucesivos informes anuales y semestrales así como los informes trimestrales si expresamente lo hubiese solicitado el partícipe.

Este fondo se plantea como meta la obtención de una rentabilidad media anual que ronde el 3-5 por 100 experimentando una volatilidad que oscile en el rango 3-5 por 100 con un límite máximo de volatilidad de un 7 por 100. Para obtener una rentabilidad absoluta con independencia de cómo se comporte el mercado, se llevan a cabo estrategias de gestión alternativa de arbitraje de divisas. El objetivo de gestión del fondo consiste en aprovechar las oportunidades que surjan en situaciones de fluctuación en los tipos de cambio, volatilidad en mercado de divisas y diferenciales entre la valoración de las diferentes divisas y los tipos de interés que puedan estar reflejando en cada momento las posibles ineficacias que presenten los mercados. También se emplearán pero en menor medida otras técnicas de gestión alternativa como el arbitraje estadístico y el arbitraje de fusiones y adquisiciones (*event-driven*). El arbitraje se llevará a cabo principalmente con las siguientes divisas: el yen, euro, dólar americano, dólar canadiense, dólar australiano, libra esterlina, y también aunque en menor medida con el dólar neozelan-



COLABORACIONES

dés, dólar de Singapur, florín húngaro y el rand sudafricano. En este fondo no se prevee superar cinco veces su patrimonio como nivel de endeudamiento, el cual se situará de forma general en torno a dos veces el valor del patrimonio del fondo.

Entre los riesgos que se derivan de invertir en este fondo se pueden citar los siguientes: el riesgo de endeudamiento, el riesgo de inversión en derivados, el riesgo derivado de la inversión en mercados emergentes, el riesgo derivado de la inversión en divisas y el riesgo de concentración.

Respecto a las comisiones que soportan los partícipes de este fondo tenemos una comisión anual de gestión compuesta por dos partes: por una lado una comisión de un 2 por 100 sobre el patrimonio y por otro lado una comisión de un 20 por 100 sobre los resultados positivos anuales del fondo, una comisión anual de depositario de un 0,10 por 100 del patrimonio, una comisión de la gestora por suscripción para las suscripciones solicitadas dentro de los tres días anteriores a la fecha de cálculo del valor liquidativo aplicable de un 5 por 100 sobre el importe suscrito, y finalmente una comisión de la gestora por reembolso para los reembolsos solicitados dentro de los seis días anteriores a la fecha de cálculo del valor liquidativo aplicable de un 5 por 100 sobre el importe reembolsado.

### **3.5. *Cygnus Long Short Utilities Paneuropeas, FIL***

La entidad gestora de este fondo es Algebra Partners SGIIC, SA y la entidad depositaria es BNP Paribas Securities Services Sucursal en España. En este fondo existe un límite de participación por partícipe de 40 millones de euros. El perfil inversor al que se dirige este fondo es

el de un segmento alto e institucional, y el plazo de inversión recomendado es de tres años. El perfil de riesgo del fondo es alto. El valor liquidativo del fondo se determina de manera mensual y es publicado en la página web del fondo. El valor liquidativo de referencia en las suscripciones y reembolsos es el correspondiente al último día hábil del mes a que se refiere el cálculo del valor liquidativo. La liquidación de los reembolsos se producirá dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha del valor liquidativo aplicable a la solicitud.

Respecto a la información que recibirán los partícipes nos encontramos con que la entidad gestora o depositaria suministrará al partícipe un estado de su posición en el fondo con una frecuencia mensual, además de remitir periódicamente los informes anuales y semestrales así como el informe trimestral si el partícipe así lo solicitase expresamente.

El fondo tiene como objetivo obtener unos rendimientos positivos con independencia del movimiento del mercado. Más concretamente, pretende obtener una rentabilidad que oscile alrededor de un 15 por 100 y con respecto a la volatilidad de referencia del fondo, ésta se sitúa alrededor de un 10 por 100 anual. Para conseguir estos objetivos, el fondo lleva a cabo estrategias de gestión alternativa y más concretamente, una estrategia *Long-Short*, enfocada en el universo de empresas de servicios públicos («*utilities*») paneuropeas con especial énfasis en gas, electricidad y agua.

En cuanto a las comisiones aplicadas a los partícipes de este fondo nos encontramos con una comisión anual de gestión formada por dos componentes: por un lado un 2 por 100 sobre el patrimonio del fondo y por otro lado una comisión en función de los resultados que se fija en un 20 por 100 de la revalorización. La comisión



COLABORACIONES

anual de depositario es de un 0,10 por 100 sobre el patrimonio. Finalmente la comisión de la gestora por reembolso durante el primer año será de un 3 por 100 sobre el importe reembolsado.

### 3.6. *Siitnedif Tordesillas, FIL*

Se trata de un Fondo de Inversión Libre cuya entidad gestora es Siitnedif SGIIC, SA y cuya entidad depositaria es BNP Paribas Securities Services, sucursal en España. Está denominado en euros, pero la inversión mínima necesaria para entrar a este fondo, a diferencia del resto, es de 150.000 euros, la misma cantidad que la inversión mínima a mantener. No existe un volumen máximo de participación por partícipe, está destinado a partícipes del segmento alto institucional. El periodo de inversión recomendado es de 3 años y tiene un perfil de riesgo moderado. El valor liquidativo será calculado con una periodicidad mensual. El valor liquidativo que se emplea para las suscripciones y reembolsos es el correspondiente al último día hábil del mes al que se refiere el cálculo del valor liquidativo.

Respecto de la información que recibirá el partícipe, nos encontramos, con que recibirá un estado mensual informándole de su posición en el fondo, así como los sucesivos informes anuales y semestrales y también los informes trimestrales en el caso de que lo hubiese solicitado expresamente el partícipe.

Este fondo se fija como referencia una volatilidad de un 8 por 100 anual, y se pone como meta obtener una rentabilidad del 10 por 100. En cualquier caso su objetivo es obtener unos rendimientos positivos en términos absolutos con independencia del mercado. Para conseguir estos objetivos, se llevan a cabo estrategias de gestión alternativas, principalmente una

estrategia *Long-Short* enfocada en el universo de empresas españolas y portuguesas.

Los partícipes que invierten en este fondo se enfrentan entre otros a los siguientes riesgos: el riesgo de mercado, el riesgo de concentración, el riesgo de contraparte y el riesgo de derivados.

En cuanto a las comisiones soportadas por los partícipes de este fondo nos encontramos con una comisión anual de gestión formada por dos componentes, por un lado una comisión fija que asciende a un 1,5 por 100 del patrimonio, y por otro lado una comisión en función de los resultados que es de un 20 por 100 de los resultados positivos obtenidos. La comisión anual de depósito es de un 0,2 por 100 del patrimonio y la comisión de la gestora por reembolso, para participaciones reembolsadas con antigüedad inferior a seis meses, es de un 3 por 100 del importe reembolsado.

### 3.7. *March Cartera Activa, FIL*

Se trata de un Fondo de Inversión Libre cuya entidad gestora es March Gestión de Fondos, SGIIC, SA y cuya entidad depositaria es Banca March, SA. No existe un volumen máximo de participación por partícipe, el plazo recomendado de inversión es de tres años y tiene un perfil de riesgo alto. El valor liquidativo del fondo se determinará y publicará de manera diaria en el Boletín de Cotización del Bolsa de Valores de Madrid además de en la página web del fondo. El valor liquidativo que se aplica a las suscripciones y reembolsos es el del mismo día en que se produce la solicitud. Los reembolsos se liquidarán dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha del valor liquidativo aplicable a la solicitud.

El partícipe del fondo recibe un estado



COLABORACIONES

de su situación en él con una periodicidad que no sobrepasa el mes; también recibe periódicamente los sucesivos informes anuales y semestrales, así como los trimestrales si así lo solicitase expresamente.

En principio este fondo no se ha fijado ningún objetivo de rentabilidad concreto. La política de inversión que pretende llevar a cabo, es una política ágil, con inversiones en valores de renta variable. A la hora de seleccionar las inversiones, se tiene en cuenta las empresas con bajos múltiplos de cotización y que presentan altas perspectivas de rentabilidad por dividiendo. En cualquier caso los valores que se integran dentro de la cartera de inversión del fondo deben estar admitidos a cotización en una bolsa o sistema organizado de negociación o respecto de las cuales se haya solicitado su admisión a negociación en alguno de los mencionados mercados o sistemas. El fondo puede invertir en cualquier país o moneda, si bien la cartera estará compuesta principalmente por valores que cotizan en la Bolsa española.

Entre los riesgos derivados de invertir en este fondo se pueden destacar los siguientes: riesgo de mercado, un posible elevado grado de concentración de la cartera, riesgo de liquidez, riesgo de tipo de interés, riesgo de contraparte, riesgo de tipo de cambio y riesgo país.

En cuanto a las comisiones aplicadas a los partícipes de estos fondos nos encontramos con una comisión anual de gestión formada por dos componentes: por un lado una comisión fija de un 1,25 por 100 sobre el patrimonio y una comisión en función de los resultados obtenidos de un 10 por 100 sobre la rentabilidad anual del valor liquidativo que exceda de la rentabilidad anual del Euribor a tres meses, y una comisión anual de depositario de un 0,10 por 100 sobre el patrimonio. No hay comi-

siones ni por suscripción ni por reembolso.

### 3.8. Fondo Gre, FIL

Se trata de un fondo cuya entidad gestora es Santander Asset Management, SA, SGIC, y cuya entidad depositaria es Santander Investment, SA. No existe un volumen máximo de inversión por partícipe. El plazo recomendado de la inversión es de entre dos y tres años y tiene un perfil de riesgo medio.

Respecto a la política de inversión del fondo podríamos destacar que tiene como objetivo proporcionar a sus partícipes una apreciación del capital a medio plazo a través de la inversión en activos del mercado inmobiliario. Dentro de las inversiones de carácter inmobiliario, más concretamente el fondo invertirá en REITS (*Real Estate Investment Trust*) que son compañías cotizadas en bolsa cuyo objetivo es la explotación vía alquileres o leasing de los inmuebles que tienen en propiedad, y también invertirá en IIC inmobiliarias tanto nacionales como extranjeras.

El inversor debe ser consciente de que invertir en este fondo conlleva una serie de riesgos que debe asumir. Más concretamente se enfrenta a riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo regulatorio, riesgo operacional y riesgo de valoración.

En cuanto a las comisiones soportadas por los partícipes de este fondo, tenemos que hay una comisión anual de gestión de un 1,50 por 100 sobre el patrimonio, hay una comisión anual de depositario de un 0,10 por 100 sobre el patrimonio, existe una comisión de la gestora por suscripción para las suscripciones solicitadas con menos de tres días hábiles de antelación a la fecha de referencia de un 5 por 100 del importe suscrito, y finalmente existe una comisión de la gestora por re-



COLABORACIONES

embolso para los reembolsos solicitados con menos de 20 días hábiles de antelación a la fecha de referencia de un 5 por 100 sobre el importe reembolsado.

El valor liquidativo se calcula con una periodicidad mensual el último día hábil de cada mes, y será publicado en la página web de la gestora dentro de los primeros 15 días naturales del mes siguiente. Las suscripciones se podrán realizar con una periodicidad mensual, mientras que los reembolsos se realizarán con una periodicidad trimestral.

En cuanto a la información que recibe el partícipe, nos encontramos con que la sociedad gestora le remitirá con un carácter mensual un estado sobre su situación en el fondo. Además recibirá los sucesivos informes anuales y semestrales así como los trimestrales si así lo solicitase expresamente.

### 3.9. *Cygnus Global Managers, FIL*

Este Fondo de Inversión Libre está gestionado por Cygnus Asset Management, SGIC, SA, y su entidad depositaria es BNP Paribas Securities Services, Sucursal en España. Exige una inversión mínima inicial, coincidente con la inversión mínima a mantener, de 250.000 euros. El perfil de los partícipes al que se dirige es el de segmento alto e institucional. Se trata de un fondo con un perfil de riesgo alto, y el periodo de inversión recomendable es de tres años.

Con respecto a la política de inversiones que lleva a cabo este fondo nos encontramos con que el fondo invierte un mínimo de un 50 por 100 de su patrimonio en otras IIC de Inversión Libre tanto nacionales como extranjeras. Como máximo invierte un 60 por 100 del patrimonio en un único fondo o en fondos de una misma gestora. Se marca como objetivos la ob-

tención de una rentabilidad no garantizada en términos absolutos en vez de en términos relativos que oscila entre un 12 por 100 y un 15 por 100. El nivel de volatilidad de referencia del fondo se sitúa en torno a un 7-8 por 100 anual. Dentro de la gran variedad de derivados existentes, este fondo únicamente va a invertir en forwards de divisas con el objeto de cubrir los riesgos de tipo de cambio.

Con respecto a la determinación del valor liquidativo del fondo nos encontramos con que éste será determinado con una periodicidad mensual correspondiendo con el último día hábil de cada mes, y será publicado en la página web de la sociedad gestora. Las suscripciones y los reembolsos se pueden realizar con una periodicidad trimestral, si bien, existe un periodo mínimo de permanencia de 12 meses, durante el cual lo partícipes no podrán solicitar el reembolso. También a la hora de realizar las suscripciones y los reembolsos hay que tener en cuenta que existe un régimen de preavisos consistente en 10 días naturales para las suscripciones y de 45 días naturales para los reembolsos.

En cuanto a la información que reciben los partícipes, hay que destacar que la sociedad gestora remite un estado de su posición en el fondo con una periodicidad no superior a un mes. Por otra parte, el partícipe también recibirá los sucesivos informes semestrales y anuales, además de los trimestrales si lo solicitase expresamente.

El inversor debe ser consciente que al invertir en un fondo de este tipo, está incurriendo en una serie de riesgos como por ejemplo, entre otros: riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo regulatorio, riesgo operacional, riesgo de valoración y riesgo de contraparte.

Las comisiones que se aplican son:



COLABORACIONES

CUADRO 2 INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE INVERSIÓN LIBRE		
IIC de IIC de Inversión Libre	Fecha de registro	Entidad gestora
Santander Dinámico Alternativo, IICIICIL	29/12/2006	Santander Asset Management, SA, SGIIC
Banesto Multiestrategia Alternativo, IICIICIL	29/12/2006	Santander Asset Management, SA, SGIIC
NMAS1 Gestión Alternativa, IICIICIL	02/04/2007	NMAS 1 Gestión SGIIC SA
Caja Madrid Selección Inversión Libre, IICIICIL	02/04/2007	Gesmadrid, SA, SGIIC
Altex Visión Global, IICIICIL	02/04/2007	Altex Partners Gestión, SGIIC, SAU
Proxima CentaurII, IICIICIL	02/04/2007	Proxima Alfa Investments, SGIIC, SA
Bankinter Montblanc, IICIICIL	02/04/2007	Bankinter Gestión de Activos, SA, SGIIC
DWS Topiary Select, IICIICIL	02/04/2007	DWS Invesments (Spain), SGIIC, SA
Altitude Teide, IICIICIL	02/04/2007	BBVA Gestión, SA, SGIIC
Optimal Global Strategy, IICIICIL	12/04/2007	Optimal Alternaive Investments, SGIIC, SA
Optimal Arbitraje Plus, IICIICIL	12/04/2007	Optimal Alternaive Investments, SGIIC, SA
UBS (ES) Alpha Select Hedge Fund, IICIICIL	12/04/2007	UBS Gestión, SGIIC, SA
Barclays Alpha Selection, IICIICIL	12/04/2007	Barclays Fondos, SA, SGIIC
Ahorro Corporación Alpha Mltiestrategia, IICIICIL	26/04/2007	Ahorro Corporación Gestión, SGIIC, SA
March Gestión Alternativa, IICIICIL	11/05/2007	March Gestión de Fondos, SGIIC, SA
CAAM Multiestrategia Alternativa, IICIICIL	18/05/2007	Credit Agricole Asset Management Fondos, SGIIC, SA
AYG SYZ Low Volatility, IICIICIL	25/05/2007	Asesores y Gestores Financieros Fondos, SGIIC, SA
AYG SYZ Multi Strategy, IICIICIL	25/05/2007	Asesores y Gestores Fincieros Fondos, SGIIC, SA
Alpha MUultistrategy, IICIICIL	25/05/2007	ICR Institutional Investment Management, SGIIC, SA
Altex Bajo Riesgo, IICIICIL	01/06/2007	Altex Partners Gestión, SGIIC, SAU
Gescooperativo Alpha Multigestión, IICIICIL	01/06/2007	Gescooperativo, SA, SGIIC
Morgan Stanley Estrategia Hedge, IICIICIL	25/06/2007	Morgan Stanley Gestión, SGIIC, SA

**Fuente: Elaboración Propia en base a CNMV**



COLABORACIONES

una comisión anual de gestión de un 1,4 por 100 sobre el patrimonio, una comisión anual de depositario de un 0,10 por 100 sobre el patrimonio.

#### 4. Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre

En los dos apartados anteriores hemos estudiado los Fondos de Inversión Libre (FIL), que son el equivalente español a los *hedge funds*, sin embargo al amparo del mismo Reglamento que permitió la aparición de éstos, también apareció una figura que está teniendo bastante éxito estrechamente relacionada con los *hedge*

*funds*. Se trata de los Fondos de Fondos de Inversión Libre (FFIL). Son fondos que destinan gran parte de su patrimonio a invertir en otros Fondos de Inversión Libre.

Hasta la fecha en España se han constituido 22 FFIL, más del doble que Fondos de Inversión Libre, cuya denominación, fecha de registro en la CNMV y entidad gestora se muestran en el Cuadro 2.

La regulación básica de esta tipología de fondos de inversión está recogida en el artículo 44 del Reglamento que desarrolla la Ley 35/2003, aprobado por Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre. Como ya hemos comentado, posteriormente este artículo fue retocado en la modificación del Reglamento citado, modificación aprobada por el Real Decreto 362/2007 de 16 de marzo.

Las principales características de este

tipo de Fondos de Inversión son las siguientes:

— Los FFIL tienen que invertir como mínimo un 60 por 100 de su patrimonio en otras IIC de Inversión Libre.

— Como máximo pueden invertir hasta un 10 por 100 de su patrimonio en la misma IIC de Inversión Libre. En caso de que se excediese de dicho límite, en la legislación se recogen los plazos y procedimientos para regularizar dicha situación.

— Estos fondos no pueden invertir en otras IIC de IIC de Inversión Libre.

— En cuanto a la periodicidad en el cálculo del valor liquidativo, así como respecto a las suscripciones y reembolsos, se aplica el mismo régimen que para los FIL.

— También rige el mismo régimen que en los FIL en asuntos como los períodos mínimos de permanencia, el establecimiento de comisiones, la existencia de un registro y la constancia documentada del inversor de que es consciente de los riesgos que asume al invertir en un fondo de este tipo.

Mediante las IIC de IIC de Inversión Libre se consigue que los pequeños inversores particulares que desean invertir parte de sus recursos económicos en productos de inversión alternativa, puedan hacerlo. Con los Fondos de Inversión Libre, tal y como está recogido en la legislación, la inversión mínima a realizar es de 50.000 euros, una cifra inalcanzable para los pequeños inversores, sin embargo, con este tipo de fondos, no es necesario realizar un desembolso mínimo tan elevado para acceder a ellos.

## 5. A modo de reflexión final

Uno de los productos resultado de aplicar la ingeniería financiera a la industria

de los fondos de inversión son las IIC de Inversión Libre, también conocidas como *hedge funds*, y las IIC de IIC de Inversión Libre, que esperando a la regulación oficial correspondiente empezaron a crearse en España a finales de 2006.

Una vez más se constata el dinamismo del mercado de inversión colectiva español, que en tan sólo siete meses ha puesto a disposición de los inversores nueve Fondos de Inversión Libre y veintidós Fondos de Fondos de Inversión Libre. Habrá que dejar transcurrir el tiempo para poder estudiar la aceptación y acogida de estos nuevos y arriesgados instrumentos financieros en nuestro mercado.

## Agradecimientos

Los autores desean expresar sus agradecimientos a la entidad financiera Ibercaja y a la Universidad de Zaragoza por la concesión del Proyecto 268-96 a través del Vicerrectorado de Investigación, al Gobierno de Aragón por la financiación que concede a GIECOFIN como Grupo público y oficial de investigación en las diversas convocatorias 2005-2006-2007 a través de la Dirección General de Investigación, Innovación y Desarrollo.

Finalmente agradecemos al Ministerio de Educación y Ciencia —MEC-FEDER— la concesión del proyecto SEJ 2006-04208 que otorga financiación europea para los años 2006, 2007 y 2008.

## Bibliografía

- [1] Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre.
- [2] Folleto de BBVA CODESPA MICROFINANZAS, FIL. Constituido con fecha 30



COLABORACIONES

- de octubre de 2006 e inscrito en el Registro de IICIL de la CNMV con fecha 8 de noviembre de 2006 y nº 1.
- [3] Folleto de BBVA & PARTNERS RETORNO ABSOLUTO, FIL. Constituido con fecha 21 de noviembre de 2006 e inscrito en el Registro de IICIL de la CNMV con fecha 4 de diciembre de 2006 y nº 2.
- [4] Folleto de FONDO ADAMANTIUM, FIL. Anteriormente denominado: FONDO AMADEUS, FIL. Constituido con fecha 6 de octubre de 2006 e inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 4 de diciembre de 2006 y nº 3.
- [5] Folleto de FONDO KAIZEN, FIL. Constituido con fecha 6 de octubre de 2006 e inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 4 de diciembre de 2006 y nº 4.
- [6] Folleto de CYGNUS LONG SHORT UTILITIES PANEUROPEAS, FIL. Constituido con fecha 29 de noviembre de 2006 e inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 4 de diciembre de 2006 y nº 5.
- [7] Folleto de SIITNEDIF TORDESILLAS, FIL. Constituido con fecha 13 de febrero de 2007 e inscrito en el registro de la CNMV con fecha 27 de febrero de 2007 y nº 6.
- [8] Folleto de MARCH CARTERA ACTIVA, FIL. Constituido con fecha 15 de marzo de 2007 e inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 2 de abril de 2007 y nº 7.
- [9] Folleto de FONDO GRE, FIL. Constituido con fecha 14 de junio de 2007 e inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 25 de junio de 2007 y nº 8.
- [10] Folleto de CYGNUS GLOBAL MANAGERS, FIL. Constituido con fecha 26 de junio de 2007 e inscrito en el Registro de la CNMV con fecha 29 de junio de 2007 y nº 9.
- [11] LEY 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, (BOE de 5 de noviembre de 2003).
- [12] REAL DECRETO 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- [13] REAL DECRETO 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.
- [14] REAL DECRETO 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.



COLABORACIONES

## Fe de erratas

En el boletín económico de ICE número 2920 se publicó el artículo *Tendencias recientes en el comercio de Rusia con España*. Su autor, Antonio Sánchez Andrés, quiere sustituir el Cuadro 4 de la página 21 por el siguiente:

CUADRO 4 COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA, PERIODO 2003-06, SEGÚN PAÍSES (En millones de euros)						
Rango, según X+M 2003-06	X + M	Porcentaje	Exportaciones (X)	Porcentaje	Importaciones (M)	Porcentaje
TOTAL.....	1.495.958,4	100,0	609.920,5	100,0	886.037,9	100,0
1. Francia.....	244.133,3	16,3	116.509,8	19,1	127.623,5	14,4
2. Alemania.....	204.545,2	13,7	69.670,4	11,4	134.874,8	15,2
3. Italia.....	131.106,8	8,8	54.129,6	8,9	76.977,1	8,7
4. Reino Unido.....	103.258,3	6,9	52.608,0	8,6	50.650,3	5,7
5. Portugal.....	86.478,9	5,8	57.443,3	9,4	29.035,7	3,3
6. EEUU.....	55.695,8	3,7	25.382,0	4,2	30.313,9	3,4
7. Países Bajos.....	55.671,0	3,7	19.991,4	3,3	35.679,7	4,0
8. China.....	46.732,3	3,1	5.460,6	0,9	41.271,6	4,7
9. Bélgica.....	44.568,5	3,0	17.918,0	2,9	26.650,5	3,0
10. Japón.....	26.994,9	1,8	4.646,5	0,8	22.348,3	2,5
11. Rusia.....	23.411,5	1,5	4.331,7	0,7	19.079,7	2,2
Total 5 primeros	769.522,4	51,4	350.361,1	57,4	419.161,3	47,3
Total 6-10 primeros	229.662,5	15,4	73.398,5	12,0	156.264,0	17,6
Total 10 primeros	999.184,9	66,8	423.759,6	69,5	575.425,3	64,9

**Nota:** existe una diferencia en los volúmenes comerciales entre Rusia y España debido al uso de fuentes estadísticas distintas entre este cuadro y el resto de este trabajo.  
**Fuente:** Elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (varios años).

## ORDEN DE SUSCRIPCIÓN

Solicito la suscripción que se detalla a continuación:

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

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

### DATOS

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

### FORMAS DE PAGO

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

## ORDEN DE PEDIDO

Título	Importe
<b>Total</b>	

Ejemplar suelto:

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

### DATOS

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

### FORMAS DE PAGO

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



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

#### Información y venta directa:

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

#### Suscripciones y ventas por correspondencia:

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

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

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

## ÚLTIMOS MONOGRÁFICOS PUBLICADOS



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

