



**Universidad**  
Zaragoza

# Trabajo Fin de Grado

## Las Inversiones Alternativas. Análisis de los Activos Privados

Autor

Alonso Menéndez Morales

Directores

José Ignacio Jarne Jarne

Susana Callao Gastón

Facultad de Economía y Empresa

Año 2022

## INFORMACIÓN

Autor del Trabajo: Alonso Menéndez Morales

Directores del Trabajo: José Ignacio Jarne/Susana Callao Gastón

Titulación: Doble grado en Derecho y Administración y dirección de empresas

## RESUMEN

El presente documento introduce al lector en el mundo de las inversiones alternativas y como fin último, de los activos privados. En primer lugar, hace una aproximación al concepto de activos alternativos, englobándolos dentro del panorama de la inversión mundial y pronunciándose sobre las principales características de estos y en lo que hace que se diferencien de los activos tradicionales. En segundo lugar, nos metemos de lleno con los distintos tipos de inversiones alternativas, explicando primero las inversiones alternativas líquidas, como son los fondos de cobertura o las materias primas, y posteriormente con los activos privados, que engloban el capital riesgo, la deuda privada, el sector privado inmobiliario y el sector de las infraestructuras.

En tercer lugar y como punto más importante del trabajo, llevamos a cabo un análisis entre los distintos activos privados a través de la comparación de distintas variables que permiten establecer relaciones entre ellos. Finalmente, como conclusión, se establecen las conclusiones del análisis y del atractivo de los activos privados para el sector financiero hoy en día.

## ABSTRACT

This paper introduces the reader to the world of alternative investments and, ultimately, private assets. Firstly, it introduces the concept of alternative assets, encompassing them within the global investment landscape, and then goes on to outline their main characteristics and what makes them different from traditional assets. Secondly, we look at the different types of alternative investments, first explaining liquid alternative investments, such as hedge funds or commodities, and then private assets, which include private equity, private debt, private real estate and infrastructure.

Thirdly, and as the most important point of the paper, we carry out an analysis of the different private assets through the comparison of different variables that allow us to establish relationships between them. Finally, we draw the conclusions of the analysis and the attractiveness of private assets for the financial sector today.

## ÍNDICE

|       |  |        |
|-------|--|--------|
| 1     | INTRODUCCIÓN .....   | - 4 -  |
| 2     | OBJETIVOS .....  | - 6 -  |
| 3     | METODOLOGÍA .....  | - 7 -  |
| 4     | LOS ACTIVOS ALTERNATIVOS Y SUS CARACTERÍSTICAS .....                             | - 8 -  |
| 5     | TIPOS DE INVERSIONES ALTERNATIVAS .....  | - 11 - |
| 5.1   | Inversiones alternativas líquidas: Fondos de cobertura y Materias Primas .....   | - 11 - |
| 5.1.1 | Fondos de Cobertura .....  | - 11 - |
| 5.1.2 | Materias Primas .....  | - 15 - |
| 5.2   | Activos Privados .....   | - 17 - |
| 5.2.1 | “ <i>Private Equity</i> ” o Capital Riesgo .....                                 | - 17 - |
| 5.2.2 | Deuda Privada .....  | - 23 - |
| 5.2.3 | Inmobiliario .....   | - 26 - |
| 5.2.4 | Infraestructuras .....   | - 28 - |
| 6     | ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS ACTIVOS PRIVADOS .....                               | - 31 - |
| 6.1   | Activos Bajo Gestión .....   | - 31 - |
| 6.2   | Ratio de Sharpe como medida de la volatilidad .....                              | - 33 - |
| 6.3   | Captación de fondos .....  | - 34 - |
| 6.4   | Múltiplos de entrada y apalancamiento .....                                      | - 38 - |
| 6.5   | Liquidez de las inversiones: Valor liquidativo de un fondo y Distribuciones .... | - 40 - |
| 6.6   | Rentabilidad .....   | - 43 - |
| 7     | CONCLUSIONES .....   | - 45 - |
| 8     | BIBLIOGRAFÍA .....   | - 47 - |

# 1 INTRODUCCIÓN

A lo largo del siglo XX, el panorama inversor ha cambiado en gran medida. Desde la crisis financiera del 2008, la ralentización de la economía alemana o la guerra comercial entre China y EE. UU, hasta la epidemia de covid-19 y la reciente guerra entre Rusia y Ucrania. Todos estos elementos han afectado de alguna manera a la estabilidad de los mercados, y, por ende, a la composición de las carteras de los principales inversores institucionales y de los grandes fondos.

Los tipos de interés de los principales bancos del mundo (Reserva Federal EE. UU y el Banco Central Europeo...) siguen estando en 0%, incluso negativos, no siendo hasta ahora, coherentemente con el panorama inflacionista, cuando se están empezando a plantear una subida de estos tipos. Este escenario no es nada atractivo para los inversores, sino que lo es más para las empresas, pues su coste de financiación es muy bajo.

En general, los activos tradicionales están de alguna manera predeterminados tanto por los bajos rendimientos que están demostrando los bonos en los últimos años como por la alta volatilidad de los mercados de valores actuales. Los retornos esperados están en el mínimo de los últimos 25 años y, además, esa alta volatilidad, teniendo en cuenta la situación política y social global, no parece que vaya a reducirse.

Es de especial interés el caso de los bonos de las economías desarrolladas. Los bonos del tesoro de EE. UU han visto reducido su retorno en un 60% desde 2010, y los bonos a corto plazo de las economías europeas siguen ofreciendo tipos negativos, como el español, con un rendimiento de -0,45%, o el alemán con -0,56%.

Algunos economistas, como Ken Rogoff, atribuyen esta evolución a un “*desapalancamiento*” persistente, pero en última instancia transitorio, y a los efectos negativos provocados por el endeudamiento en la crisis financiera. Sin embargo, otros como Larry Summers, consideran que esta evolución es sintomática de un estancamiento económico, debido al cual se está viendo un cada vez más reducido crecimiento del PIB (los datos de crecimiento no están alcanzando las expectativas) y unos bajos tipos de interés de carácter duradero y no cíclico.

Toda esta situación de incertidumbre y baja rentabilidad de los mercados tradicionales ha hecho que, durante los últimos años, los grandes inversores hayan tenido que buscar nuevas fórmulas para nutrir sus carteras, encontrándolas en las inversiones alternativas en general, y en los activos privados en particular, pues ofrecen una baja correlación con los activos tradicionales.

Pese a esta relativa precocidad de los activos alternativos, que le otorga una cierta opacidad con respecto a los distintos sectores de actividad económica de un país, está claro que lo podemos englobar dentro del sector de los servicios, en el subsector de la inversión colectiva, fondos y entidades financieras similares, siguiendo la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE). La inversión en términos generales representa aproximadamente un 20% del PIB español, lo que hace que estemos hablando de un sector muy importante dentro de nuestra economía. Por tanto, si estos activos siguen creciendo, van a ser una fuente muy importante de riqueza en nuestro país. Su importancia es tal, que los activos totales que este sector controla son equivalentes a un 10% del PIB mundial.

Para este tipo de inversiones no existen unos activos específicos, y puede ser dividida, de acuerdo con BlackRock, en dos: por un lado, estrategias alternativas, como los fondos de cobertura, que operan con todo tipo de inversiones, incluidas tradicionales, pero de un modo distinto y, por otro lado, los activos privados que puede englobar empresas, deuda privada, energías renovables, inmuebles...

En su “*2019 Global Private Markets Review*”, McKinsey considera que los activos privados, dentro de las inversiones alternativas han crecido lo suficiente y se están convirtiendo en una de las corrientes principales como resultado de que los activos se han multiplicado por siete desde 2002 y de que el sector está madurando en sus estructuras y comportamientos y desarrollando rápidamente formas personalizadas de servir a los clientes.

Los activos privados tienen un perfil de rentabilidad y volatilidad que ofrece buenas oportunidades de diversificación tanto en términos de optimización de la varianza, como en los resultados clave que cada clase de activos persigue, como la protección del capital, los ingresos corrientes, el crecimiento de los ingresos, las ganancias de capital y la cobertura de la inflación. Esto hace que los grandes fondos estén dando cada vez más peso a estos activos en sus carteras.

## 2 OBJETIVOS

En este trabajo existen distintos objetivos, entre los que encontramos:

- Acercar al lector al concepto de inversiones alternativas, que han visto su boom tras la gran crisis financiera del 2008. Estas inversiones no son todavía tan relevantes en el espectro financiero global, pero cada vez están creciendo más rápido, es por ello que es necesario descubrir más aspectos sobre las mismas.
- Intentar responder a la pregunta de si es realmente rentable invertir en este tipo de activos. Con este fin, se explican las características de los activos alternativos, hablando de su iliquidez, el tipo de accionistas que requieren y su baja correlación con los mercados públicos.
- Evidenciar las principales diferencias entre los activos tradicionales y los alternativos, dejando vislumbrar por qué este tipo de inversiones están cada vez cobrando más peso.
- Analizar uno por uno los tipos de inversiones alternativas, explicando sus ventajas y desventajas. Dentro de estas inversiones alternativas, encontramos el foco principal de nuestro trabajo, que son los activos privados. Dentro de los activos privados encontramos el capital riesgo, el sector inmobiliario privado, la deuda privada y las infraestructuras.
- Realizamos un examen de estos cuatro tipos de activos, con sus subtipos, sus principales características y lo que cada uno aporta al inversor.
- Analizar cuantitativamente estos cuatro tipos de activos. De esta manera intentamos sacar en claro las magnitudes principales de los sectores, interpretándolas y poniéndolas en contexto, analizando las ventajas y desventajas. Así llegaremos a las conclusiones de qué activo privado es el mejor realmente para invertir, o, mejor dicho, qué activo privado satisface realmente las necesidades de cada inversor

### 3 METODOLOGÍA

Para desarrollar este trabajo la bibliografía ha sido extensa, pues requería en primer lugar una buena investigación para poder desarrollar una buena explicación de los componentes del trabajo. Para ello se han usado fuentes variadas, tanto páginas web, como bases de datos y sobre todo, información publicada por instituciones muy reconocidas dentro del sector como pueden ser BlaRock, JpMorgan o Cambridge Associates.

Ha sido también muy importante el conocimiento que he ido desarrollando a lo largo del trabajo mediante la constante lectura de artículos y revistas relacionadas con el sector para mantenerme actualizado a medida que iba realizando el trabajo de fin de grado. La mayor parte de lo desplegado en la primera parte del trabajo es fruto del conocimiento que he adquirido tras la investigación y lectura de ello.

Para la parte del análisis comparativo de los activos privados, se han utilizado datos recogidos en informes formulados por bases de datos de amplio reconocimiento dentro del sector de activos alternativos. Concretamente estas son Burgiss, Preqlin y Hamilton Lane Data. A partir de estos datos proporcionados se realizan tablas y gráficos ilustrativos de magnitudes representativas del sector, como múltiplos de entrada y apalancamiento, tasas internas de retorno o tasas anuales de crecimiento compuesto.

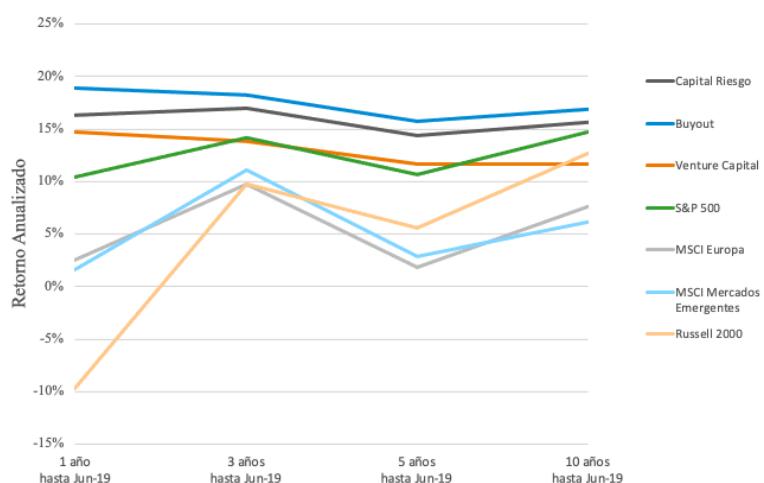
## 4 LOS ACTIVOS ALTERNATIVOS Y SUS CARACTERÍSTICAS

Cuando hablamos de activos alternativos, nos referimos, como su propio nombre indica, a esa clase de inversiones que se encuentran en contraposición a las tradicionales. Por norma general, cuando hablamos de inversiones en activos tradicionales, incluimos en ellas valores intercambiados en bolsa como bonos, acciones u obligaciones, y otros valores de renta fija como depósitos a plazo fijo o deuda soberana.

Pese a esto, no podemos quedarnos en la superficie, pues podría considerarse vago decir que las inversiones alternativas son aquellas no tradicionales. Solamente la palabra inversiones engloba un espectro lo suficientemente amplio como para poseer un concepto por sí mismo. De manera usual, este tipo de inversión intenta explotar las ineficiencias de los mercados al centrarse en activos distintos de los que podemos encontrar en los mercados monetarios. Poseen una serie de características generales, que nos dan una idea de como funcionan, aunque no tienen porqué ser las mismas para todas las categorías que engloban. Estas son:

- **Baja correlación con los mercados:** Es decir, no responden de la misma manera a los ciclos económicos que las acciones o bonos que podemos encontrar en los mercados. Esta característica es fundamental para los inversores pues aumenta la diversificación de sus carteras, y es por ello por lo que la exposición a este tipo de activos durante los últimos años por parte de los grandes bancos e instituciones no hace más que crecer.

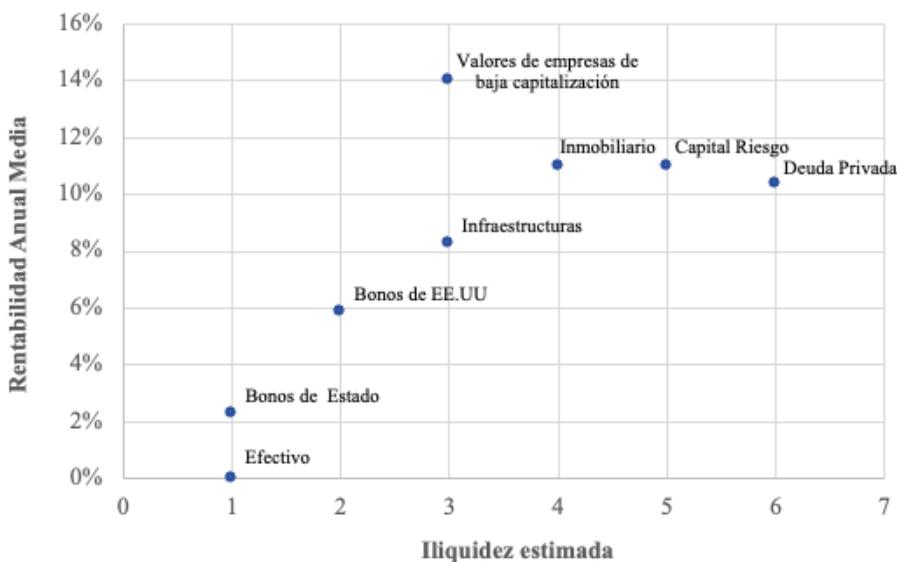
*Figura 1: TIR de inversiones alternativas vs mercados públicos*



Fuente: Prequin Pro

- **Iliquidez:** Esto es debido a diversas causas, la primera, que este tipo de activos suele negociarse en transacciones privadas, no en mercados organizados, haciendo que sea más difícil el movimiento de capital. También por la propia esencia de algunos de los activos, como pueden ser los reales (la inversión en bienes inmuebles o infraestructuras de distintos sectores tiene un peso muy importante en la actualidad). Pese a ello, una menor liquidez no tiene que suponer necesariamente un mayor riesgo, siempre que las necesidades de liquidez en el horizonte temporal hayan sido bien calculadas. Aun sabiendo esto, muchos inversores tienden a sobreestimar sus necesidades de liquidez, renunciando por ello a un significativo retorno potencial (Austin, M., Thurston, D. & Prout, W., 2019).

*Figura 2: Iliquidez de los Activos*



Fuente: “*Path to illiquidity*”, Zurich Investments. Basado en Anti Ilmanen, en su libro “Expected returns”, 2011). Estimación subjetiva de liquidez de acuerdo con Anti Ilmanen. Retornos obtenidos entre enero de 2009 y diciembre de 2017, Bloomberg GAM, Cantab, Zurich Invest AG.

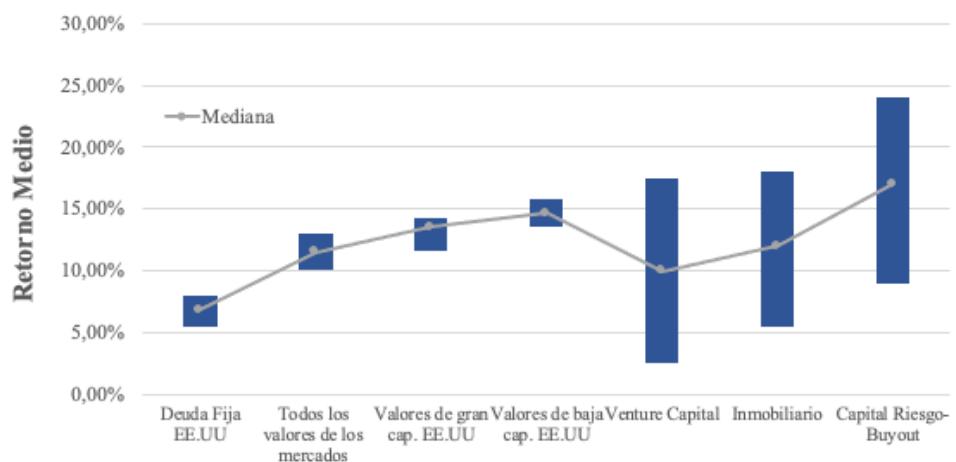
- **Accionistas activos:** El accionariado de las empresas que conforman estos activos suele estar compuesto por corporaciones o individuales con tendencia a implementar cambios estructurales, organizacionales o de producción en los activos para conseguir los mejores retornos. Además, nos referimos a accionistas que buscan tener una participación lo más alta posible, llegando a ser accionistas únicos en algunas ocasiones, que tienen el objetivo de poder llevar a cabo estas modificaciones de manera simple, sin tener que contar con el apoyo de otros.

Esta forma de gestión se da en contraposición a la gestión pasiva, como puede ser la inversión en fondos indexados como el *Index Fund*, que recrea un el índice S&P 500 (Edwin J. Elton, 2010).

- En cuanto a los **retornos**, están normalmente generados por un alfa con una alta dispersión entre los administradores, pues actualmente, al haber una oferta bastante amplia de activos alternativos a los que se puede acudir, hace que la rentabilidad de uno pueda variar mucho con la de otro.

Esto lo podemos comprobar con la “*guía para inversiones alternativas de JP. Morgan de 2021*”, la cual nos dice que, durante los últimos 10 años, la mayor dispersión de alfas entre el cuartil con mayores retornos y el cuartil con menores retornos se viene dando en el sector del *Venture Capital*, con más de un 31,5% de la misma, seguido del *Private Equity*, con una dispersión de un 21,9%. Otras estrategias, como las de los *Hedge Funds*, cuentan con una dispersión de alfa de un 14,6%, en contraposición con la gestión de algunos activos tradicionales, como las acciones, que, durante los últimos 10 años, la dispersión de alfa ha sido de únicamente 1,8%.

*Figura 3: Dispersión entre mejores y peores mánager*



**Fuente.** Elaboración Propia. **Datos.** Cambridge Associates, eVestment, a partir del Q3 2017. Los datos de las inversiones alternativas se basan en la TIR media para los años 2000-2017 de Cambridge Associates.

## 5 TIPOS DE INVERSIONES ALTERNATIVAS

### 5.1 Inversiones alternativas líquidas: Fondos de cobertura y Materias Primas

Este grupo lo encontramos como un primer tipo de las inversiones alternativas, siendo el segundo el de activos privados, que englobará el grueso del trabajo. Esto es así porque estamos hablando de estrategias que tratan productos con una elevada rotación, a diferencia de los activos privados, pues ofrecen una negociación diaria, semanal o bimensual, al ser intercambiados en mercados públicos (Schroders, 2016).

#### 5.1.1 Fondos de Cobertura

Un ejemplo perfecto de este tipo de inversión serían las sociedades conocidas en los mercados como *Hedge Funds* o fondos de cobertura, y reguladas en España bajo la denominación de Instituciones de Inversión colectiva de Inversión Libre (IICIL).

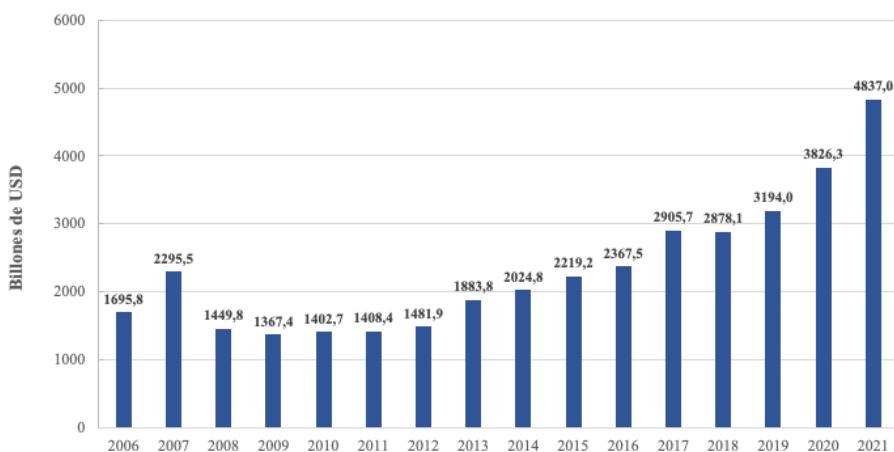
Los fondos de cobertura son en su mayoría, grupos de inversión no regulados, siendo esta es su característica más importante, que solo pueden emitir valores de forma privada y, además, a inversores cualificados. El objetivo primordial de este tipo de fondos, a diferencia de otros, es sacar el máximo retorno a la inversión en el corto plazo. Por ello, y al no estar regulados, los administradores o “*managers*” invierten en casi cualquier tipo de activo: acciones individuales, bonos, divisas..., pero siempre usando un amplio apalancamiento o “*leverage*”, lo que hace que sea una apuesta todavía más arriesgada para los inversores.

Alfred Winslow Jones es conocido como el creador de la estrategia de cobertura, durante los años 40. Él básicamente, lo que hacía era intentar alcanzar la neutralidad frente al mercado. Para ello, identificaba dos riesgos: el de los cambios en el precio de los valores por las influencias del mercado y el riesgo de una acción por los factores individuales que le afectan. Para conseguir su objetivo, lo que hacía era comprar valores que el creía subirían más que el mercado, y a parte, vendía en corto valores que el pensaba que bajarían. De esta manera, su cartera dependía de las acciones que él escogía, y no del mercado en sí, llegando a la neutralidad.

Desde su origen, los fondos de cobertura han evolucionado mucho. En los 60, tuvieron su boom, siendo Quantum Fund uno de los más conocidos, pues es aquel por el cual George Soros ganó posteriormente en 1992 cerca de 1 billón de dólares (\$bn)<sup>1</sup>, al apostar contra la libra esterlina. Durante esos años los grandes fondos de cobertura actuales se establecieron, como los *Pure Alpha* y *All Weather* de *Bridgewater Associates*. Posteriormente, tras la gran crisis de 2008, la falta de regulación de estos fondos fue identificada como uno de los problemas que la causaron. Desde entonces, tuvieron que hacer frente a una regulación más estricta, establecida por Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor (Preqin, 2022)

Desde su creación, los fondos de cobertura siempre tuvieron un desempeño superior a la media del mercado, pero a partir de la crisis, este desempeño no ha sido tan bueno. Si bien la suma de activos bajo gestión global ha crecido en los últimos años, sus retornos con respecto al S&P500 han bajado de manera significante, como podemos ver en estos gráficos.

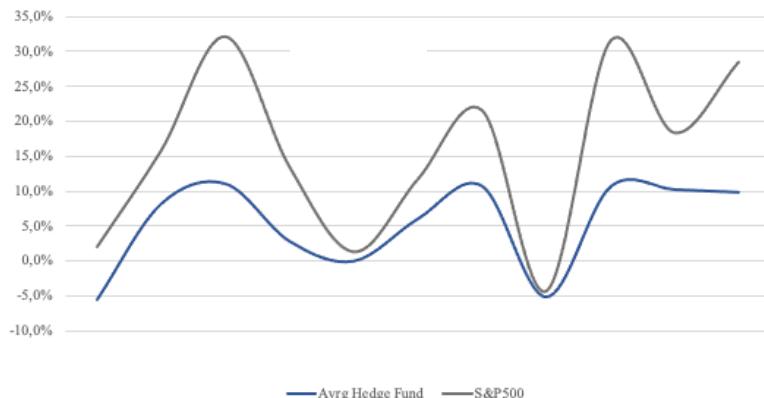
*Figura 4: Activos bajo gestión de fondos de cobertura a nivel global (\$bn)*



**Fuente:** Elaboración Propia. **Datos:** Barclay Hedge. Assets under management-Historical growth of assets

<sup>1</sup> Se usarán los billones americanos a lo largo de todo el trabajo, que son el equivalente a los miles de millones con los que tratamos habitualmente.

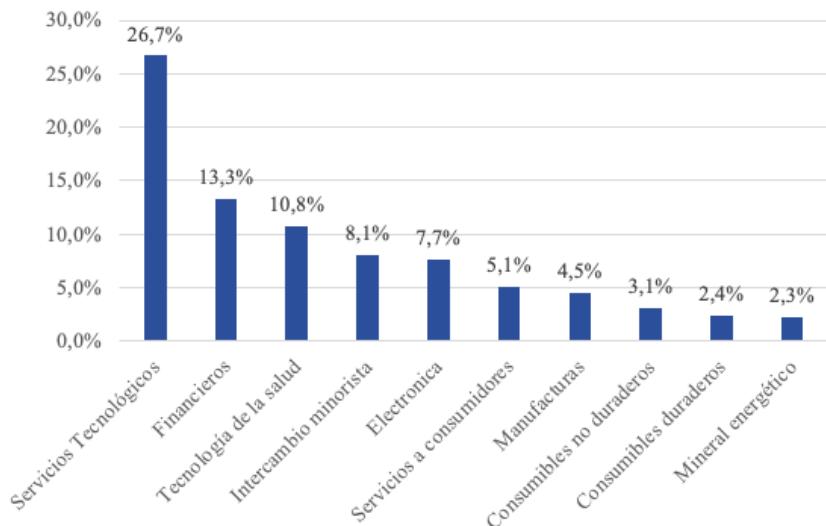
Figura 5: Hedge Funds vs S&P 500



**Fuente:** Elaboración Propia. **Datos:** Barclay Hedge Fund índices y NYU Stern School para los datos de 2011-2020. eVestment para los datos de 2021.

Uno de los factores que más llaman la atención a los inversores a la hora de elegir un fondo de cobertura, a parte de sus retornos, es su diversificación frente a bonos o acciones. De acuerdo con una encuesta realizada a inversores por *JP. Morgan Capital Advisory Group en 2019*, esta es una de las tres razones más importantes para el 73% de los inversores. También, el 58% opina que invierten en fondos de cobertura por la posibilidad de acceder a nichos de mercado muy selectos.

Figura 6: Exposición a sectores de los fondos de cobertura



**Fuente:** Elaboración propia. **Datos:** J.P. Morgan Asset Management. Data as of November 2021.

Por último, expongo a continuación las dos principales formas de fondos de cobertura:

- **Los fondos puros o directos:** Suelen requerir una inversión mínima bastante alta (aprox. Más de 500 mil dólares), por lo que no están disponibles para el inversor común, siendo los inversores institucionales los que más los ocupan. Los más grandes a nivel mundial son el ya mencionado *Pure Alpha* de *Bridgewater Associates*, con más de 150 mil millones de euros en activos bajo gestión (AUM por sus siglas en inglés) a fecha de marzo de 2021, y *Man Group*, localizado en Reino Unido, con más de 110 mil millones de euros AUM.
- **Los fondos de fondos:** Como su propio nombre indica, el inversor no invierte de manera directa en el fondo de cobertura, sino que invierte en otro fondo, que es el que establece el contacto con el *hedge fund*, que establece una cartera de fondos de cobertura puros (generalmente unos veinte). Esto se hace así porque de esta manera, la inversión se hace más accesible, no necesitando un capital mínimo tan elevado, y además se aprovecha la buena relación que hay establecida entre el fondo inversor y el subyacente. La volatilidad y el riesgo también se reducen (BNP Paribas, *Invertir en Hedge Funds*).

### 5.1.2 Materias Primas

Conocidas en el mercado como “*commodities*” por su palabra en inglés, las materias primas llevan siendo objeto de intercambio desde los tiempos de los grandes imperios, como el español, que basó gran parte de su riqueza en aquellos metales como el oro y la plata que conseguían de sus colonias. Es por ello por lo que algunos de los ejemplos de commodities más tradicionales son el grano, el oro, la carne, el petróleo o el gas natural.

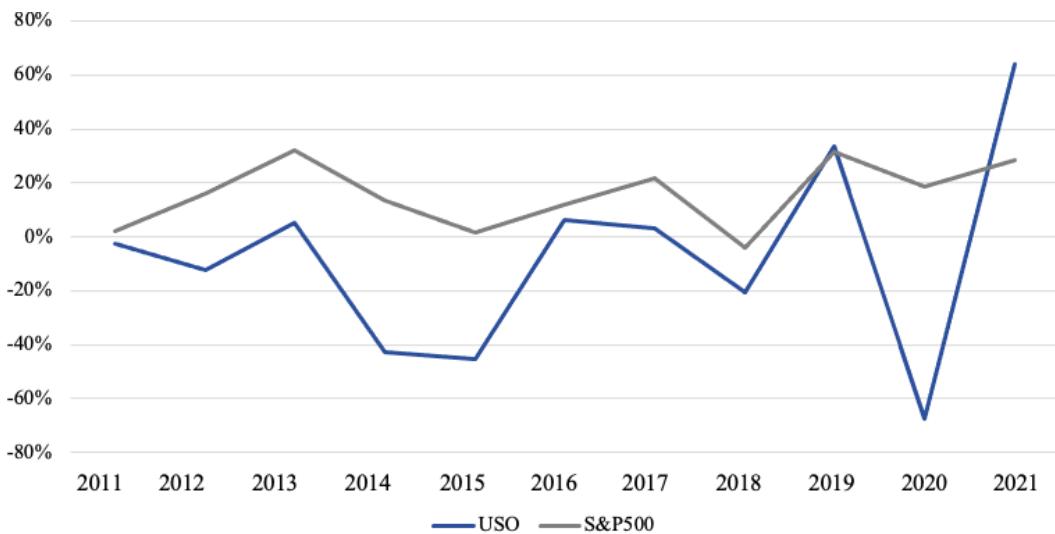
En la actualidad, la demanda por materias primas ha sufrido un incremento progresivo durante los últimos años, en consonancia con el crecimiento de población urbana mundial, que ha pasado de un 27% en 1970 a mas de un 52% en 2020, de acuerdo con un informe sobre materias primas del *Banco mundial de Octubre de 2021*.

Una de las razones más importantes para invertir en este tipo de activos de acuerdo con los managers no es otro que la diversificación del portfolio. Históricamente han tenido baja correlación con los mercados de valores, en parte por su especial protección frente a la inflación. Al tratarse en su mayoría de productos básicos, su precio tiende a subir mucho con la inflación y la falta de oferta, exponiéndose a un alto riesgo político, económico o de moneda extranjera (Banco Mundial, 2021).

Un ejemplo de cómo afecta la demanda y la inflación al sector lo podemos ver actualmente con la crisis de Ucrania. En un contexto inflacionista que viene desarrollándose desde 2021, se le han sumado los problemas para satisfacer la demanda de productos como el grano, del cual la Unión Europea depende en un 30% del país del este de Europa. Esto, de acuerdo con el INE, ha hecho que el precio de las commodities se haya disparado entre un 30% y un 60% en apenas la mitad de febrero.

Conviene analizar el petróleo como una de las materias primas más comunes dentro de la inversión. Invertir en él de manera directa es complicado, por ello se suele hacer a través de un fondo mutuo o de un fondo cotizado. Para ver la manera en que estos fondos pueden desempeñarse en un contexto global, he cogido como ejemplo el *United States Oil Fund*, que cuenta actualmente con más de \$2,3bn AUM.

Figura 7: USO vs S&P500



**Fuente:** Elaboración propia. **Datos:** Yahoo Finanzas y Barclay Hedge Fund índices

Por último, al igual que hemos hecho con los fondos de cobertura, me gustaría hablar, de manera resumida, de las formas que se tienen de invertir en materias primas. Entre ellas, encontramos 4 maneras principales:

- **Directa:** Con esto nos referimos a la compra directa de acciones de empresas especializadas en el sector, como acereras, petroleras o mineras. Pero como ya hemos dicho, esto puede ser arriesgado, pues estamos ante un sector muy volátil que depende mucho de los ciclos económicos. No sería la primera vez que se ve una petrolera caer con el precio del crudo subiendo (BBVA, 2018).
- **Mercado de Futuros:** Uno de los mayores inconvenientes de invertir en futuros es que no todas las materias primas los tienen, o el capital mínimo requerido es bastante elevado. También hay que mencionar que el mercado de futuros cuenta con una complejidad manifiesta, no recomendada a inversores inexpertos (BBVA, 2018).
- **Contratos por diferencia (CFDs):** Sería una forma de invertir en el mercado de futuros, pero de una manera indirecta, resultando más fácil. El problema de ellos es que son productos apalancados, elevando el riesgo de manera exponencial, porque al perder 1 unidad, podríamos estar perdiendo en realidad mucho más (BBVA, 2018).
- **Fondos Cotizados:** ETF por sus siglas en inglés, el inversor en este caso invierte en un vehículo que replica la evolución del precio del activo que pretende imitar. Un ejemplo es el visto anteriormente, el United States Oil Fund. Esto es atractivo para inversores minoristas, pues les permite llegar a sectores poco accesibles como el grafito.

## 5.2 Activos Privados

Como hemos dicho antes, los activos privados son aquellos a los cuales los grandes fondos de inversión están virando y empezando a incluir en sus carteras en mayor medida. Con ellos están buscando una serie de ventajas individuales que cada uno de los tipos poseen y que aportan beneficios importantes a su portfolio. Por ejemplo, no es lo mismo invertir en capital semilla, que tienen las tasas de retorno más altas, pero a la vez un riesgo mucho más elevado que invertir en infraestructuras, a las que el inversor suele acudir buscando estabilidad y constancia en los retornos, siendo estos por tanto más bajos.

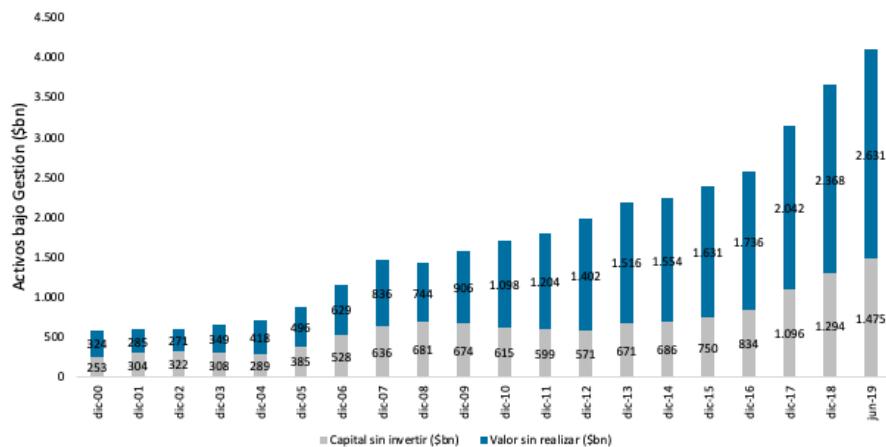
### 5.2.1 “*Private Equity*” o Capital Riesgo

Esta categoría de inversión aporta recursos financieros a cambio de participación en las empresas no cotizadas. Con ello buscan generar una rentabilidad en un plazo determinado de tiempo, haciendo crecer la empresa con una gestión activa en la que se aplican técnicas que pueden afectar a cualquier parte del proceso de creación de riqueza. Hay distintas razones para invertir en empresas no cotizadas, entre las que encontramos: tener una relación más estrecha con el equipo gestor o implementar cambios de manera más directa.

Los fondos de *private equity* operan normalmente con dinero que reciben de inversores institucionales como fondos de pensiones, compañías de seguros o *family offices*. Este dinero se compromete al fondo y va siendo pedido a lo largo del tiempo de la inversión mediante lo que se llaman “*capital calls*” o llamadas de capital en español. Este tipo de fondos, en España suelen estar constituidos por una especie de entidad llamada Fondo de Capital Riesgo (FCR), que viene a estar gestionado por la firma en sí o lo que se conoce en inglés como GP o “*General Partner*” (Bain, 2021)

Como podemos ver en la figura número 8, desde el año 2000, el número de billones americanos de dólares que este sector ha ido acaparando ha aumentado de una manera vertiginosa, pasando de los apenas 500 billones a principios de siglo a más de 8 veces esta cantidad en 2019. Cuando en el gráfico nos referimos a capital sin invertir es precisamente el capital que los inversores de los fondos tienen comprometido con los mismos y por tanto, no pueden disponer de él, pero que a su vez, los fondos todavía no han invertido por ser demasiado temprano en la vida de la inversión.

Figura 8: Activos bajo gestión en el capital riesgo



**Fuente:** Elaboración propia. **Datos:** Prequin 2020

Entre los grandes fondos de Capital Riesgo a nivel global encontramos: *The Blackstone Group* con casi 900 billones de dólares en AUM, *KKR & Co* con 459 billones o *Carlyle* con 300. En España no tenemos grandes actores, pero si existen algunos vehículos centrados en el “small” y “mid-market”, que pueden ser de relevancia como los de los grandes bancos; Santander, BBVA o LaCaixa, o algunas firmas boutique como Arcano Partners o Altamar Capital Partners. La mayoría de los grandes fondos de Private Equity son estadounidenses y, por ello, el primer mercado en desarrollarse en este tipo de inversión fue el norteamericano. Actualmente, el 51% de las inversiones están concentradas geográficamente en Norteamérica, mientras que en Asia solo se dan un 27% y en Europa Occidental un 17% (McKinsey & Company, 2020).

En el capital riesgo existen tres formas de inversión, cuyos nombres se dan en inglés: *Buy-out* o *Buy-in*, *Venture Capital* y *Growth Capital*. El término *Private Equity* suele estar asociado a los fondos *Growth* y *Buyout*, y aunque “*Venture Capital*” pueda ser considerada casi como una categoría independiente debido a la etapa en la que se hace la inversión o las empresas hacia las que está dirigida, aquí la voy a tratar como una estrategia dentro del capital riesgo, sin dejar de explicar sus peculiaridades.

- *Buy-out*: Los fondos que siguen esta estrategia tradicionalmente se hacen con una participación mayoritaria de la empresa que compran en una fase relativamente madura de la misma, en la que ya tienen unos flujos de caja positivos. A menudo, este tipo de operaciones se dan cuando una empresa quiere volver a hacerse privada, pues de esta manera, las firmas de capital riesgo pueden tener el control de la empresa.

Lo que se hace es buscar empresas que puedan estar infravaloradas o no estén consiguiendo los mejores resultados y se busca la manera de reorganizarlas estratégicamente para conseguir darle la vuelta a la situación y obtener ganancias una vez se dé la salida de la inversión.

Para conseguir hacerse con el control de estas empresas, un instrumento que se utiliza es la deuda, haciendo lo que se conoce como compra apalancada (LBO), en las que se puede dar una mezcla de un 90% de deuda y 10% de capital. Esta estrategia es considerada como de alto riesgo, pues, aunque la recompensa puede ser alta, tienes que asegurar unos flujos y retornos altos que puedan hacer frente al pago de los intereses de la deuda a lo largo del tiempo. Los activos de la empresa se usan como garantía de la deuda.

Un ejemplo de este tipo de operaciones es la adquisición, en 2007 de la cadena de hoteles Hilton por parte de Blackstone. La compra fue por un total de \$26 billones, de los cuales 20,5 eran deuda (78,4%) y el resto capital del fondo. Tras una serie de cambios estructurales en la empresa y de refinanciación de la deuda, en 2013 volvieron a lanzar a bolsa a la compañía, lo que fue aumentando la rentabilidad de la inversión. Al final, en 2018, Blackstone vendió lo que restaba de su participación, alcanzando ganancias totales por valor de 14 billones de dólares, unas tres veces lo que habían invertido. Esta operación está considerada como una de las mejores de todos los tiempos (Nanda, 2021)

Existe una amplitud de industrias en las que esta estrategia tiene lugar. En el año 2019, el que acaparaba más inversión era el sector de las tecnologías de la información, seguido del sanitario y el financiero. En cuanto a las estrategias de salida de la inversión, de acuerdo con Prequin, la mayoritaria es la salida por venta de la compañía a terceros, seguido por la salida a bolsa de la compañía.

- *Growth* o capital de crecimiento: es básicamente aquel en el que un fondo da a una empresa relativamente madura que tiene pensado expandirse, mejorar sus operaciones, entrar a nuevos mercados, tanto geográficos como de producto y en general, acelerar el crecimiento.

El periodo de duración de la inversión es generalmente menor (3-7 años) en comparación con el capital semilla, y las ganancias se obtienen de la capacidad de la empresa para implantar de manera efectiva las operaciones hacia las que dirigen el cambio estratégico, lo que hace crecer de manera exponencial los ingresos y la rentabilidad. Los fondos no entran con una participación mayoritaria en este tipo de inversiones y, por tanto, no controlan totalmente las decisiones que se toman. Es por ello por lo que hay dos características que se han de dar para que haya más posibilidades de obtener buenos retornos (Wall Street Prep, 2020):

- Tiene que darse un *alineamiento de intereses* entre la dirección de la compañía, los accionistas y el equipo de los fondos que gestiona la participación. Antes de invertir en crecimiento en una empresa, el fondo debería asegurarse de que existe una visión parecida en temas como la cuota de mercado que se quiere alcanzar, el ritmo de crecimiento, el capital necesario para acometer los cambios planeados o la forma en la que se hará la salida de la inversión.
- El equipo de los fondos debe aportar todo su conocimiento y experiencia en temas como la optimización de la estructura de capital, las fusiones y adquisiciones, las salidas a bolsa o explotar al máximo sus relaciones con inversores institucionales, bancos... Esta puede ser la diferencia entre un fondo que explotaría al máximo su posición y uno que solo aporta su capital.
- Capital Semilla o “*Venture Capital*”: Tradicionalmente este tipo de fondos han estado centrados en invertir en compañías en unas fases de desarrollo muy temprano. Se trata de inversiones de alto riesgo, ya que las empresas no son rentables, gastan mucho efectivo y sus modelos de negocio no están probados. A medida que el sector y las empresas han ido evolucionando y madurando, también lo han hecho los fondos de capital riesgo, que han empezado a invertir en etapas posteriores. Este tipo de inversión se realiza porque son empresas que se ven que pueden tener un gran crecimiento.

El proceso para que una *start up* o un emprendedor reciba el dinero de un fondo de *venture capital*, suele ser largo y, en vez de dar todo el dinero de una vez, suele darse por rondas. Una vez que el fondo inversor ha dado el dinero e integra la compañía, toma parte de una manera más activa, aconsejando y monitorizando los procesos de esta antes de dar más dinero, por eso el capital se otorga por rondas.

En esta estrategia, la industria mayoritaria, que acapara más de la mitad de la inversión son las tecnologías de la información, aunque también es de mencionar el sector de las tecnologías sanitarias, que viene desarrollándose de manera muy fuerte, con fondos dedicados de manera exclusiva a ello. En cuanto a la salida de la inversión, la más común es la venta a terceros, aunque esta viene disminuyendo en favor de la salida a bolsa en los últimos años. Esto es debido a que los grandes unicornios de este sector ganan valor de una forma exponencial al hacerse públicas. (Prequin, 2020)

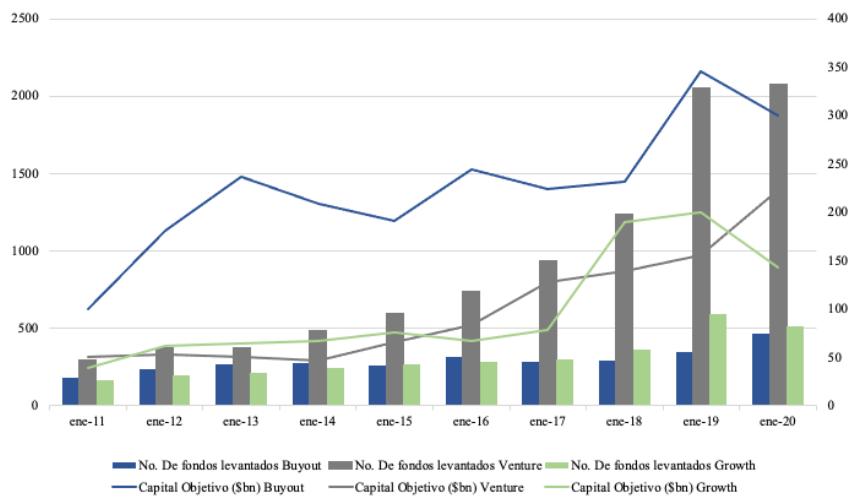
A continuación, me gustaría hacer una pequeña comparación entre las distintas estrategias de Private Equity que hemos comentado;

*Tabla 1: Activos bajo Gestión por estrategia y Región (2020)*

|                        | AUM (\$bn)  |                 |            |
|------------------------|-------------|-----------------|------------|
|                        | Buyout      | Capital Semilla | Growth     |
| <b>Asia</b>            | 331         | 830             | 507        |
| <b>Europa</b>          | 806         | 159             | 90         |
| <b>Norte América</b>   | 1789        | 757             | 334        |
| <b>Resto del Mundo</b> | 68          | 83              | 56         |
| <b>TOTAL</b>           | <b>2994</b> | <b>1829</b>     | <b>988</b> |

**Fuente:** Mckinsey & Co. **Datos:** Prequin 2020

*Figura 9: Número de fondos por estrategia y capital objetivo*



**Fuente:** Elaboración Propia. Datos: Prequin 2020

¿Que nos dicen estos dos gráficos? En el primero, como hemos comentado, observamos como la estrategia que acumula el mayor capital es el *Buyout* con 2994 billones de dólares, seguido del capital semilla con más o menos dos tercios de ellos. Por último, la estrategia de crecimiento es la que menos capital acumula con 988 billones, básicamente por ser la estrategia menos desarrollada de las tres.

Como vemos en el segundo gráfico, el número de fondos de capital semilla es visiblemente mayor que el de las otras estrategias. Esto es principalmente debido a que, las inversiones que se realizan en este sector son mucho más pequeñas que en el sector de *Buyout*, pues estamos hablando de *start-ups*, en contraposición a las grandes operaciones que hemos visto que se realizan en las otras estrategias. Esto hace que el capital necesario para levantar un fondo de *Venture capital* sea visiblemente menor que el de *Buyout*. Además, al estar hablando de unas inversiones mucho más pequeñas, hace que el sector de VC sea mucho más dinámico. En el año 2019, de acuerdo con Prequin, se realizaron 14.600 operaciones de financiación a empresas en el sector del capital semilla, mientras que en el sector de *Buyout* únicamente se hicieron 5.100, es decir, un 286% más de operaciones.

Por otro lado, es interesante comentar porque en el sector del *Buyout* hay una preponderancia de las inversiones en Estados Unidos, mientras que en las estrategias de *Venture Capital* y *Growth*, Asia, en concreto el sudeste asiático, están a la cabeza en capital recibido. Esto es debido principalmente a las características de las compañías en cada continente. En EE.UU y Europa se dan la mayor parte de las empresas grandes y ya establecidas en el mercado, para las cuales, la mejor manera de sacar rentabilidad en una operación es reorganizándolas estructural o estratégicamente a través de grandes operaciones como las del *Buyout*. Mientras, en el sudeste asiático se está experimentando un boom de las empresas tecnológicas, lo que ha atraído a muchísimos inversores. A día de hoy, han salido más de 35 unicornios tecnológicos de esta parte del mundo, haciendo de la misma la más fructífera.

### 5.2.2 Deuda Privada

El crédito es el gran desconocido de la inversión alternativa. Por un lado, los datos históricos de la deuda corporativa suelen mostrar rendimientos inferiores a los del crédito soberano. Por otro lado, David F. Jensen (2009), recomienda que *"las carteras de bonos sensatas contengan sólo activos de alta calidad a largo plazo"*. Esto deja al crédito privado en un segundo plano.

*AQR y Cliffwater Associates (2017)* han analizado el crédito como clase de activo alternativo, y afirman que:

- El crédito ofrece una rentabilidad significativa y persistente impulsada por su exposición al riesgo de impago. La prima de riesgo de crédito suele pasar desapercibida debido al impacto de la prima de vencimiento más corto de los bonos corporativos. Esto significa que como los bonos corporativos tienen vencimientos más cortos, acaban obteniendo primas por plazo más bajas.
- Pero una vez que ajustamos los rendimientos a la menor duración del crédito corporativo, podemos darnos cuenta de que existe una prima de riesgo crediticio o un exceso de rendimiento. Esta prima de riesgo crediticio es lo suficientemente diferente de la prima de riesgo por plazo y de la de renta variable como para ser una fuente de diversificación de los rendimientos de la cartera.

Dentro de este tipo de activo encontramos infinitas oportunidades a través de geografías, instrumentos de deuda, distintos tipos de colaterales, prestatarios o vencimiento de la deuda. A parte de esta gran variedad, encontramos oportunidad en forma de tamaño. La deuda privada, según datos de McKinsey & Co, en su *Private Markets Review 2021*, tiene un tamaño de 883 billones de dólares, un 15% de los activos privados invertidos a nivel global.

La crisis financiera de 2008 abrió la puerta a una nueva forma de entender la intermediación del crédito empresarial, que dio lugar a un ecosistema más amplio y profundo para la financiación de las empresas del mercado bajo-medio directamente por los inversores. Como estos créditos directos no se negocian en los mercados públicos, pasaron a formar parte del universo de la inversión privada.

La inversión en deuda privada ofrece a los inversores un retorno mayor que el de la deuda pública para créditos de una calidad parecida, basados en unos riesgos que esta última no tiene. El riesgo de crédito explica un 20% de este exceso en el retorno, el cual no es difícil de obtener, pero el 80% restante recompensa al inversor por aguantar altos niveles de iliquidez, complejidad e incertidumbre, que no se encuentran en la renta fija de los mercados públicos. Esto hace de cosechar este tipo de primas un reto para los inversores.

Existen una serie de estrategias que se pueden seguir dentro de la deuda privada, dependiendo de las necesidades de inversión. Las inversiones en créditos privados representan pasivos corporativos que no se negocian fácilmente en un mercado o no tienen un precio cotizado públicamente. Las estrategias de inversión en créditos privados pueden agruparse en estrategias defensivas de preservación del capital y en estrategias oportunistas de maximización de la rentabilidad:

- Las *estrategias de preservación del capital* incluyen los préstamos directos y la financiación vía deuda subordinada. Estas estrategias suelen financiar compras apalancadas patrocinadas por empresas de capital riesgo (LBO). Los rendimientos se derivan de los rendimientos actuales y de las comisiones de estructuración. Por lo tanto, no hay un aumento de la rentabilidad a menos que la financiación esté estructurada con incentivos de capital. La protección del capital es primordial y está respaldada por gravámenes sobre los activos y las acciones.

A la deuda subordinada se le llama también *mezzanine*. El *mezzanine* es un nivel intermedio de financiación situado entre la deuda senior garantizada y el capital en la estructura de capital de un emisor. En una operación típica de compra de empresas, el patrocinador de los fondos propios financiaría una parte de la operación mediante deuda preferente proporcionada por fondos de préstamo directo o bancos, y normalmente financiaría las cantidades restantes con capital *mezzanine*. Suele adoptar la forma de pagarés subordinados o deuda con segundo gravamen (la propiedad de la cosa subsiste hasta que se subsana por completo la deuda). En caso de insolvencia o liquidación, el capital *mezzanine* sólo se reembolsará después de que se hayan liquidado los créditos senior.

Los préstamos directos tienen unos retornos objetivos bastante amplios, que pueden ir del 6% hasta el 15%, sin embargo, la deuda *mezzanine* o subordinada tiene unos retornos esperados más altos, entre 13% y 17%. Esto es así porque el periodo de inversión de la deuda directa suele ser menor, de 2 a 3 años, por unos 5 años de media en el caso de la deuda *mezzanine* (Cambridge Associates LLC, 2020).

- Las *estrategias oportunistas* incluyen las situaciones especiales y la deuda en dificultades (*distressed*). Estas estrategias buscan rendimientos comparables a los ofrecidos por el capital riesgo invirtiendo en eventos corporativos muy complejos como financiaciones de rescates económicos, préstamos especializados, créditos en dificultades o sindicaciones fallidas.

En particular, el crédito *distressed* se refiere a las obligaciones de emisores que experimentan problemas operativos o una situación financiera frágil. A menudo, estos valores se han de enfrentar a procedimientos de quiebra o liquidación. Dentro de este tipo de inversión encontramos 3 estilos: el de control activo, con unos retornos esperados de alrededor del 20%, el de control medio, con un retorno esperado de alrededor del 16% y por último el que nos permite gestionar de manera pasiva, con unos retornos más bajos pero importantes, de alrededor de un 13,5% (Cambridge Associates, 2017).

Por su parte, la estrategia de encontrar situaciones especiales tiende a seguir una aproximación mucho más pasiva, de comprar y mantener, pues invierten en compañías infravaloradas que se encuentran en niveles de estrés altos.

Este tipo de gestores, tanto los de deuda en situaciones de estrés como los de aprovechar situaciones especiales, suelen tomar participaciones en el capital de la empresa y, por tanto, se posicionan en toda la estructura de capital de la misma utilizando una amplia variedad de estructuras financieras. Estos son los inversores que asumen los mayores niveles de iliquidez, complejidad e incertidumbre dentro del espacio crediticio. Es por ello que aquí es donde los mejores gestores pueden conseguir los mayores retornos, que pueden llegar al 25% (Cambridge Associates, 2017).

### 5.2.3 Inmobiliario

La inversión inmobiliaria de capital privado o Real Estate, consiste en la propiedad directa de bienes inmuebles ya sean terrenos, edificios de oficinas, casas de alquiler, apartamentos, centros comerciales, hoteles, instalaciones de auto almacenamiento, etc... Ser propietario significa tener una participación en una propiedad. Los particulares pueden invertir en inmuebles privados adquiriendo activos como comprador directo, o invirtiendo de forma pasiva con una empresa de inversión inmobiliaria privada, en Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI), o de manera indirecta a través de fondos de inversión (Episcope, 2018).

Este sector ofrece muchas ventajas a los inversores particulares, como la alta rentabilidad, la diversificación de cartera, con poca correlación con los demás activos y beneficios fiscales. Los inversores institucionales llevan desde hace tiempo aprovechándose de esta clase de activos y han confiado en ella en sus carteras para equilibrar la incertidumbre del mercado.

Esto se demuestra en las expectativas que tienen los inversores sobre los rendimientos inmobiliarios. Según datos de Prequin en su Informe Anual de Inversiones Alternativas, tras un buen año de recaudación para los fondos, los inversores entran en 2022 con la mayoría (85%) esperando invertir la misma cantidad de capital o más en comparación con 2021. El éxito de las campañas de vacunación contra el covid ha propiciado una amplia recuperación económica. Esto ha elevado la percepción de los inversores sobre los rendimientos inmobiliarios, pues el 32% de los encuestados ha dicho que sus inversiones habían superado las expectativas, en comparación con sólo el 17% hace un año.

Antes de realizar una inversión en Real Estate, los inversores deben considerar el nivel de riesgo que están dispuestos a asumir para alcanzar sus objetivos y el tiempo que están dispuestos a esperar antes de empezar a recibir rendimientos. Algunos inversores pueden centrarse por completo en ganancias a largo plazo que tengan rendimientos prometedores pero poca o ninguna liquidez, mientras que otros pueden querer generar ingresos constantes que ofrezcan dividendos más frecuentes. De aquí es de donde se derivan las distintas estrategias de inversión dentro de este sector: *core*, de valor añadido, oportunistas y estrategias de Private Equity Real Estate o PERE (Episcope, 2018).

- Las estrategias *core*, como su propio nombre indica, hacen referencia a un nivel de riesgo más bajo porque engloban activos estables, que producen ingresos más bajos y recurrentes. Se encuentran en los mejores mercados (Europa, EE.UU), no tienen problemas estructurales y gozan de una alta ocupación, con arrendatarios de larga duración.

La función de estos activos básicos es comportarse como un bono de alto rendimiento con poco riesgo de pérdida del capital. Los retornos típicos de este sector se sitúan en torno al 6-8% anual de TIR. La desventaja de este tipo de inversiones es que no suelen ofrecer mucho potencial de crecimiento. El apalancamiento usado para comprar este tipo de propiedades es muy bajo, usualmente entre el 30% y el 40%.

- Las estrategias de *Valor Añadido o Value Added* se sitúan en un punto intermedio entre las inversiones *core* y las de alto riesgo u oportunistas. Los inversores que deseen asumir un mayor riesgo para lograr una alta rentabilidad y estén dispuestos a esperar más tiempo para obtener las ganancias, invierten en este tipo de activos, que pueden requerir mejoras y exigir modelos de negocio más complejos para lograr una mayor rentabilidad. Casi todo el retorno del inversor en valor añadido llega en forma de revalorización, sin esperar beneficios por flujos de caja durante al menos 2 -3 años.

Las propiedades de valor añadido pueden tener problemas de funcionamiento y requerir mejoras físicas, que es lo que hace que se retrase la llegada de los retornos. Los rendimientos previstos para una propiedad de Valor Añadido oscilan entre el 13% y el 18% anual, y suelen estar apalancados entre el 60 y el 75%.

- Por último, tenemos las *estrategias oportunistas* que se sitúan en el extremo del espectro de riesgo y abarcan la gama más amplia de propiedades. Estas operaciones pueden consistir en edificios que requieren una transformación masiva de un inmueble ya existente, una reutilización adaptada o incluso una nueva construcción. La estrategia unificadora es que los inversores están dispuestos a asumir riesgos mayores y a asumir costes iniciales más elevados para lograr un rendimiento superior.

Lo curioso de esta estrategia es que, al cabo de unos años, una inversión que podía ser considerada como oportunitista, se acaba transformando en un activo *core* que pueda atraer a arrendatarios de alto nivel. Para ello, aun así, se necesitan años de trabajo y gestión intensa, por ello, dado el nivel de riesgo de estas inversiones, suelen estar apalancadas en más de un 70% y generan retornos de más de un 20%.

#### 5.2.4 Infraestructuras

Las infraestructuras son un variado tipo de inversiones alternativas que incluye activos y servicios que son esenciales para nuestro bienestar, como carreteras, torres de telecomunicación, plantas de energías renovables, cableado de fibra óptica o plantas de tratamiento de residuos. Nos ofrece una cantidad muy alta de oportunidades de inversión dirigidas por la visibilidad de los flujos de caja en el futuro. Los retornos, a diferencia de otras clases como el capital riesgo, se ven, en cierto modo, muy condicionados por los contratos de los activos, más que por el sector concreto de la compañía.

Es la clase de inversiones más reciente, pues comenzó a considerarse como tal durante los últimos años del siglo XX y los primeros del XXI. Se empezó la inversión en los mismos de forma institucional. Todo comenzó con las privatizaciones de infraestructuras a gran escala en Australia. De aquí, se fue trasladando a todo el mundo, hasta que se crearon los primeros fondos dedicados a la inversión en infraestructuras durante los 00. Actualmente, se calcula, según Mckinsey (2022), que la inversión en infraestructuras alrededor del mundo equivale a un 9% del PIB mundial, y que, por cada dólar invertido en infraestructura, este indicador puede aumentar en 20 céntimos en el largo plazo.

La inversión acumulada en infraestructuras privadas superó los 1200 billones de dólares en 2021, de acuerdo con Prequin, después de mantenerse firme en la crisis del covid, puesto que son bienes esenciales bajo contratos duraderos. Aun así, el margen de crecimiento de esta clase de activos es espectacular, ya que la OCDE ha previsto para las próximas décadas una necesidad de inversión de más de 53 trillones de dólares, para lo cual, la necesidad de capital privado va a ser esencial. (*Global infrastructure outlook, 2021*)

En cuanto a los inversores, estos captan unas primas de riesgo por su propia habilidad e liquidez únicas gracias al valor añadido operativo y financiero. Los buenos resultados de las infraestructuras, como se ha demostrado con el covid, son resistentes a todos los regímenes macroeconómicos.

Entre los riesgos a analizar para este tipo de inversión encontramos 6 principales (UBS, 2018):

- **Riesgo de demanda.** Aunque los activos de infraestructura son "esenciales", también pueden estar expuestos a riesgos de demanda. Por ejemplo, la demanda de activos de transporte como carreteras de peaje, puertos o aeropuertos varía en función de las condiciones económicas.

- **Riesgo regulatorio y soberano.** Los activos de infraestructura monopolísticos suelen estar regulados por el gobierno, ya sea mediante sistemas establecidos por los reguladores o mediante concesiones a largo plazo. En estas circunstancias, la independencia y coherencia de la regulación, así como la capacidad del gobierno para modificar unilateralmente las condiciones de la concesión, son factores de riesgo clave.
- **Riesgo contractual y crediticio.** Las condiciones contractuales, como los acuerdos de suministro a largo plazo, son características defensivas clave de las infraestructuras. Sin embargo, estos contratos dan lugar a riesgos de cumplimiento y de crédito.
- **Riesgo operativo.** Las infraestructuras tienen riesgos operativos que sólo pueden apreciarse plenamente en casos extremos, como lluvias fuertes, huracanes...
- **Riesgo de construcción.** Los proyectos que no tienen un desarrollo previo implican riesgos de construcción, aunque estos se pueden mitigar parcialmente mediante una estructuración adecuada.
- **Riesgo de financiación e inflación.** El apalancamiento utilizado en la financiación de las transacciones de infraestructuras puede exponer a los inversores a los costes de la deuda y a los riesgos de refinanciación. El valor de los flujos de caja también puede verse erosionado por la inflación cuando el flujo de caja regulado o contratado no se mueve total o parcialmente con la inflación.

Dentro de este tipo de inversiones es muy importante saber el modelo de negocio bajo el que se encuentra el activo, pues no es lo mismo la manera de crear dinero de una concesión de carreteras que de una planta de reciclaje o tratamiento de residuos. De esta manera encontramos 5 formas (Cliffwater, 2017):

- **Disponibilidad:** Si el activo se mantiene de la manera estipulada en el contrato, los ingresos son constantes durante todo el horizonte del contrato.
- **Regulados:** Los ingresos están sujetos a la regulación gubernamental en lo que respecta a los precios al consumidor, los rendimientos económicos obtenidos por los inversores y la calidad del servicio prestado.
- **Contratado:** Los ingresos se basan en contratos con contrapartes del sector privado y pueden incluir aumentos de tipos indexados a la inflación.
- **De tipo de uso:** Los modelos de ingresos varían mucho y se basan en el uso de los activos.
- **De mercado:** Los ingresos dependen de los precios de mercado de los recursos naturales que se utilizan.

Por último, encontramos las estrategias de inversión, que, al ser, como los bienes inmobiliarios, una subclase dentro de los activos reales, tienen unas estrategias muy parecidas (Blackrock, 2015):

- *Core*: Las inversiones suelen presentar flujos de caja muy sólidos, lo que da lugar a unos ingresos estables, a partir de los modelos de disponibilidad o regulados, sin tener exposición directa al riesgo de demanda.

Los riesgos de esta estrategia de inversión están relacionados con hipótesis erróneas sobre los costes de explotación, necesidades futuras imprevistas de gastos de capital, un apalancamiento inadecuado o cambios regulatorios.

- Las *estrategias de valor añadido* se centran en activos operativos con ingresos parcialmente regulados o contratados y una exposición limitada al riesgo de demanda. Los gestores utilizan una serie de herramientas operativas y estratégicas para aumentar el valor del activo, como la compra y el desarrollo, la ampliación de la plataforma, las salidas de la inversión... Los principales riesgos están relacionados con la implementación y la ejecución.
- Las *estrategias de capital riesgo* dentro de las infraestructuras se centran en activos con ingresos menos predecibles o en activos de infraestructura no clásicos que presentan características de infraestructura, como oleoductos y gaseoductos no contratados. Los principales riesgos surgen de supuestos no probados o de opiniones del mercado que resultan erróneas o inexactas. Es decir, son la estrategia más arriesgada pues hay una incertidumbre siempre mayor y se requiere, para la implementación de todo el modelo de negocio y sacar la inversión hacia delante un nivel de conocimiento y experiencia mucho mayor.

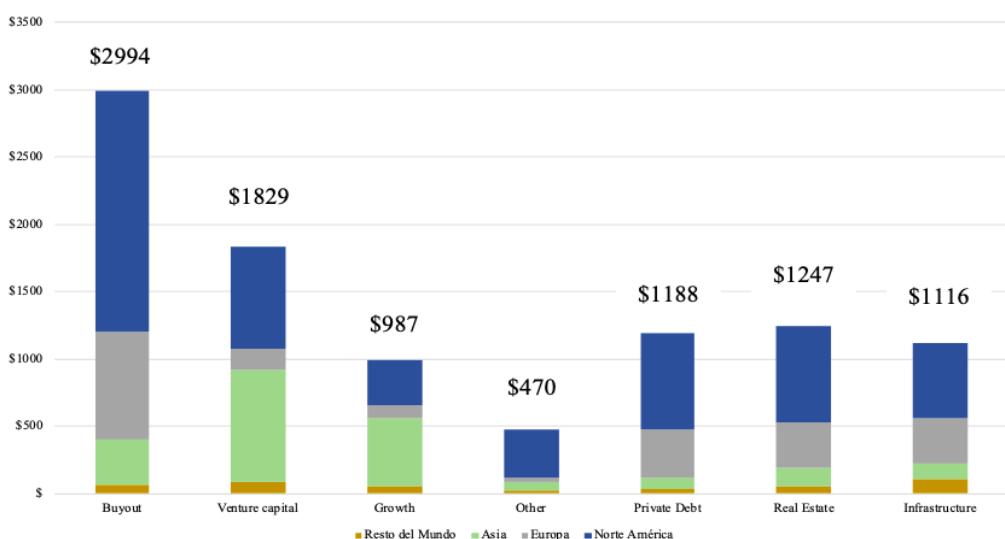
## 6 ANÁLISIS COMPARATIVO DE LOS ACTIVOS PRIVADOS

En esta sección vamos a realizar un análisis comparativo entre los distintos tipos de activos alternativos, intentando comprender su magnitud y su escala, así como cuáles son los puntos fuertes y débiles de cada uno de ellos. Para ello, primero compararemos los activos que cada una de las estrategias tienen bajo gestión, lo que nos da una idea de cual, a nivel global, es más grande. Posteriormente analizaremos la volatilidad de estos activos. También compararemos los datos del mercado de cada sector, sobre todo a la hora de medir el apalancamiento usado y los múltiplos, que indican a cuanto se están pagando las compañías por estrategia. A continuación, mediremos la liquidez de las inversiones a través de las distribuciones que los fondos hacen a sus inversores y, por último, mediremos la rentabilidad de cada uno de los sectores.

### 6.1 Activos Bajo Gestión

Cuando nos referimos a los activos bajo gestión, estamos haciendo referencia a cuál es el valor de todos los activos que los fondos de inversión dedicados a los activos privados poseen. Actualmente, los mercados privados vienen batiendo récords año tras año en cuanto a activos invertidos, habiendo llegado en 2021 a los casi diez trillones de activos bajo gestión, habiendo crecido un 33% en solo un año, derivado, sobre todo, de un crecimiento del valor actual neto de las inversiones como consecuencia de la recuperación de la pandemia del covid.

*Figura 10: Activos bajo gestión por región y geografía (\$bn)*



**Fuente:** Elaboración Propia. **Datos:** Prequin 2022

Como se puede ver, el sector dominante sigue siendo el Private Equity (Buyout + Venture capital + Growth + otros), con casi dos tercios de los activos totales. También ha sido el que más ha crecido con respecto al año pasado, con un 37,7%, según datos de Prequin. Por su parte, vemos que las demás clases de activos tienen una proporción similar, lo cual es sorprendente porque tanto el crédito privado como las infraestructuras son activos privados que aparecieron de manera más tardía en el espectro de los activos alternativos, y en menos tiempo, han conseguido llegar al nivel de la inversión inmobiliaria.

Para entender el papel que juegan actualmente los activos alternativos en el mapa de la inversión, hemos de fijarnos en cuanto confían los inversores institucionales en los mismos. Con inversores institucionales nos referimos a grandes fondos de pensiones, aseguradoras, bancos... En la tabla 2 se muestra el porcentaje de inversores institucionales que invierten en cada uno de los activos alternativos.

Como se puede observar, actualmente, los inversores institucionales siguen confiando en mayor medida en los activos alternativos más “clásicos” como son el capital riesgo y la inversión inmobiliaria. De todas maneras, esta inversión, aunque se ha triplicado en la última década, sigue siendo baja en términos comparativos. Esto es porque en los últimos años, la combinación de objetivos más ambiciosos y el fuerte rendimiento del mercado público ha aumentado la diferencia en dólares entre la asignación real y la asignación objetivo, a pesar de los compromisos récord con el capital privado. (Mckinsey, 2022)

*Tabla 2: Porcentaje de inversores institucionales que invierten en cada clase de activos*

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| <b>Private Equity</b>   | 60% |
| <b>Hedge Funds</b>      | 37% |
| <b>Deuda Privada</b>    | 30% |
| <b>Inmobiliario</b>     | 56% |
| <b>Infraestructuras</b> | 30% |

Fuente: Elaboración Propia. Datos: Prequin Pro

En la tabla 3 se muestra el porcentaje de asignación medio de los inversores institucionales a cada uno de los tipos de activos alternativos, pero con respecto al total que forman los activos alternativos. Está bastante repartido, aunque de la misma manera que antes, vemos que la asignación media al sector del capital riesgo y al sector inmobiliario sigue siendo el doble del de deuda privada e infraestructuras.

Tabla 3: Asignación de fondos por parte de inversores institucionales a cada clase de activos

|                         |     |
|-------------------------|-----|
| <b>Private Equity</b>   | 11% |
| <b>Hedge Funds</b>      | 12% |
| <b>Deuda Privada</b>    | 6%  |
| <b>Inmobiliario</b>     | 11% |
| <b>Infraestructuras</b> | 6%  |

Fuente: Elaboración Propia. Datos: Prequin Pro

## 6.2 Ratio de Sharpe como medida de la volatilidad

Para medir la volatilidad de un activo financiero, se pueden usar diversos métodos. En primer lugar, medir la desviación típica de un conjunto de rentabilidades de un sector suele ser una opción, pero es la más simple y puede no ser muy representativa. Aun así, hemos puesto los datos para que puedan ser observados. También se pueden realizar modelos de estimación paramétrica o no paramétrica, o incluso modelos estadísticos GARCH, TARCH o de volatilidad estocástica. Esto resulta de una complejidad bastante elevada. Es por ello que para poder medirla se ha usado el ratio de Sharpe.

Este ratio lo que hace es medir la rentabilidad media obtenida por encima de la rentabilidad de un activo sin riesgo, por unidad de volatilidad o riesgo. Es decir, la fórmula seria:

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{Rp - Ro}{\sigma^2}$$

Siendo Rp la rentabilidad de nuestra cartera o los activos, Ro la rentabilidad de una inversión con riesgo cero (en este caso el mercado de dinero), y  $\sigma^2$  la desviación típica o volatilidad en sí misma como medida del riesgo.

Tabla 4: Ratios de Sharpe y volatilidad de los activos privados

|                         | <b>Ratio de Sharpe</b> | <b>Volatilidad</b> |
|-------------------------|------------------------|--------------------|
| <b>Capital Riesgo</b>   | 1,3                    | 10,6 %             |
| <b>Deuda Privada</b>    | 2,2                    | 3,5 %              |
| <b>Inmobiliario</b>     | 0,6                    | 10,5 %             |
| <b>Infraestructuras</b> | 1,2                    | 7,0 %              |

Fuente: Elaboración Propia. Datos: Cambridge Associates, JP Morgan Long Term Capital Markets Assumptions 2019

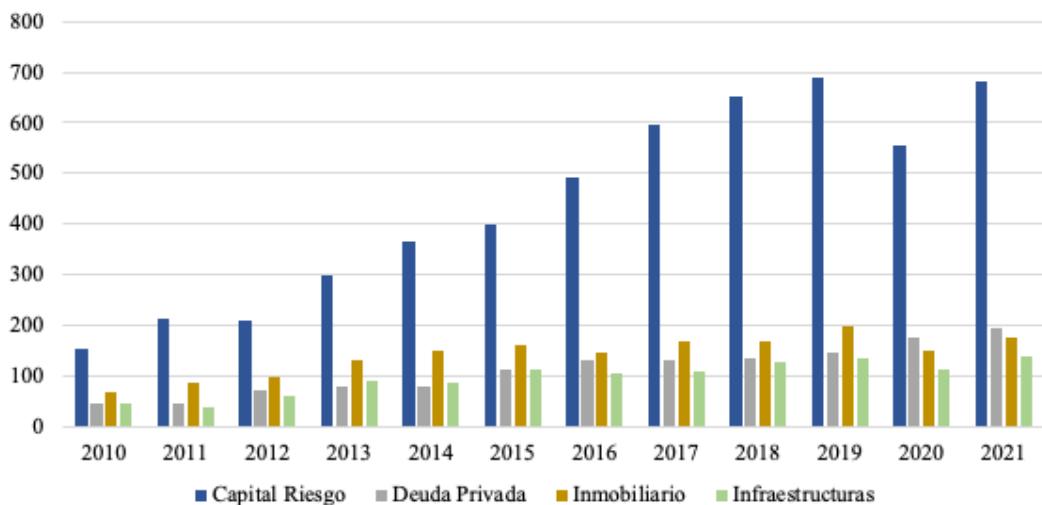
En última instancia, lo que este ratio nos permite observar es cómo de rentable es excedernos en la cantidad de riesgo que asumimos en una inversión. Es decir, en el caso de activos privados, podemos ver que la inversión en el sector inmobiliario sería más arriesgada porque la rentabilidad de estos activos reacciona de peor manera a los cambios en el mercado de dinero. Sin embargo, tanto el capital riesgo como el sector inmobiliario tienen una ratio de Sharpe similar, lo que explica que ambos son menos dependientes de lo que ocurra en el mercado de dinero. Por último, el crédito privado sería el más independiente de la volatilidad de los mercados, siendo el que menos le afecta en los retornos. Pero como ya se sabe, mayor riesgo también significa mayores retornos si la volatilidad nos favorece.

### 6.3 Captación de fondos

Con captación de fondos nos referimos a cuánto dinero han sido capaces los fondos dedicados a la inversión en activos privados a obtener de los inversores. Pues bien, en primer lugar, 2021 ha sido un año récord, pues se han conseguido captar 1,2 trillones de dólares, 200 billones más que en 2020, lo que significa un gran crecimiento tras la pandemia. Esto lo podemos comprobar con la tabla 5 de crecimiento anual compuesto, como antes de la pandemia, el *fundraising* subía con unos porcentajes más estables, con el capital riesgo y las infraestructuras a la cabeza, y como ahora, el rebote tras el covid-19 ha sido fuerte. Con la captación de fondos de infraestructuras y de capital riesgo creciendo a un ritmo mucho más elevado que el de los otros dos sectores.

En términos absolutos, vemos que el gran dominador sigue siendo el sector del Private Equity, que sigue siendo el preferido por los inversores, aunque el crecimiento de las infraestructuras está siendo exponencial. Hablando un poco más de la captación de fondos en este sector, esta se vio impulsada en mayor medida por los sectores de expansión (*Growth*) y de capital semilla. En cuanto al capital de expansión, que registró el mayor descenso entre subactivos de capital riesgo en 2020, se recuperó en todas las principales regiones para alcanzar los 132 billones de dólares a nivel mundial. Entretanto, el capital semilla está ahora un 36% por encima de los niveles de recaudación de fondos anteriores a la COVID-19, con 185 billones de dólares en 2021. (Mckinsey, 2022)

Figura 11: Captación de fondos por clases de activos



Fuente: Elaboración Propia. Datos: Prequin, recopilados en “*Mckinsey Private Markets Annual Reports 2022*”

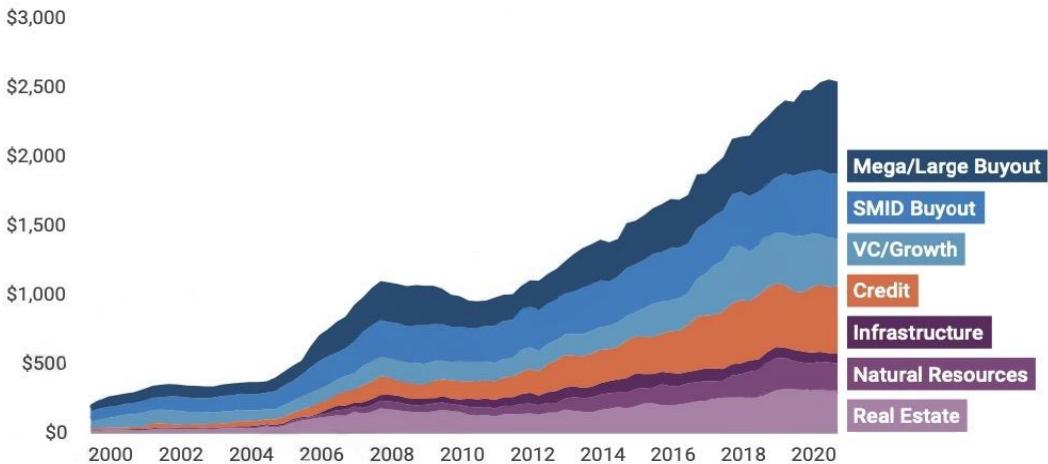
Tabla 5: Tasa de crecimiento anual compuesta

|                         | 2016-2020 | 2020-2021 |
|-------------------------|-----------|-----------|
| <b>Capital Riesgo</b>   | 4,1%      | 22,4%     |
| <b>Deuda Privada</b>    | 2,0%      | 10,5%     |
| <b>Inmobiliario</b>     | 3,3%      | 17,7%     |
| <b>Infraestructuras</b> | 4,2%      | 23,0%     |

Fuente: Elaboración Propia. Datos: Prequin, recopilados en “*Mckinsey Private Markets Annual Reports 2022*”

En cuanto hablamos de captación de fondos, hay que explicar de alguna manera lo que se conoce en inglés como “*Dry Powder*”, que no es más que el capital que se encuentra comprometido a un fondo para invertir, pero que todavía no ha invertido. Es decir, desde que los inversores comprometen su dinero para con el fondo, hasta que este lo deposita, existe un espacio de tiempo en el que el dinero no está produciendo frutos. Esto es visto por una gran parte del panorama inversionista como un problema, que puede incluso llegar a causar otra crisis financiera, pero no es así. El que haya más capital sin invertir solo significa que los mercados privados están sanos y creciendo a un ritmo mayor. De todas maneras, este crecimiento viene propiciado en mayor medida, como se puede ver en el gráfico, por un aumento considerable de los fondos más grandes de *Buyout*.

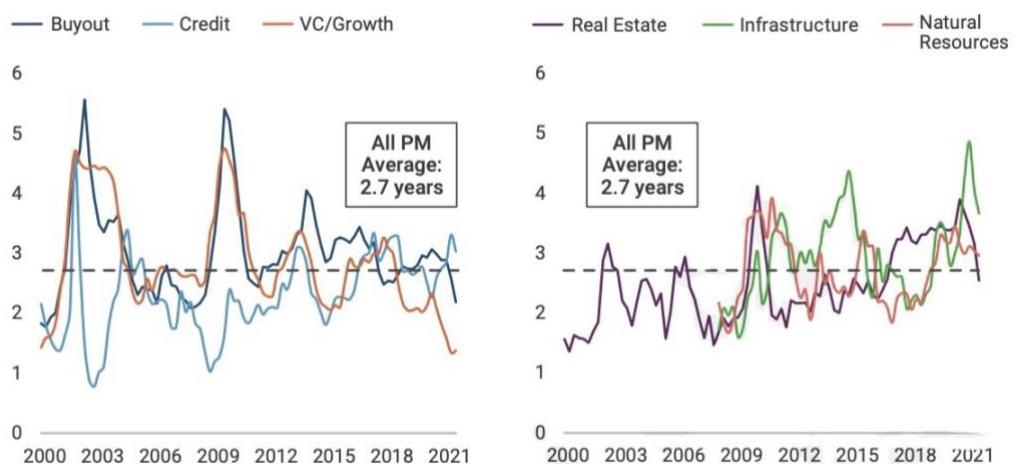
Figura 17: Capital sin invertir en los mercados privados



Fuente: Hamilton Lane. Datos: Hamilton Lane Data (Enero de 2022)

Este gráfico, aunque importante, no nos da información útil sobre la salud de los mercados privados si no lo complementamos con el gráfico siguiente. Aquí, lo que podemos ver, es un gráfico donde se nos dice como de rápido invierte cada estrategia todo ese “*Dry Powder*”. Pues bien, el crédito privado y el sector de *buyout* están gastando ese dinero a niveles normales históricamente hablando, incluso un poco por debajo de su media. También lo están haciendo las infraestructuras y el sector inmobiliario, pero los otros sectores de capital riesgo, que son capital semilla y capital de expansión, están gastándolo a un nivel realmente rápido, lo cual quiere decir que desde esos sectores se va a necesitar más capital puesto que, si se gasta a ese ritmo, es porque hay oportunidades de inversión. (Hamilton Lane, 2022)

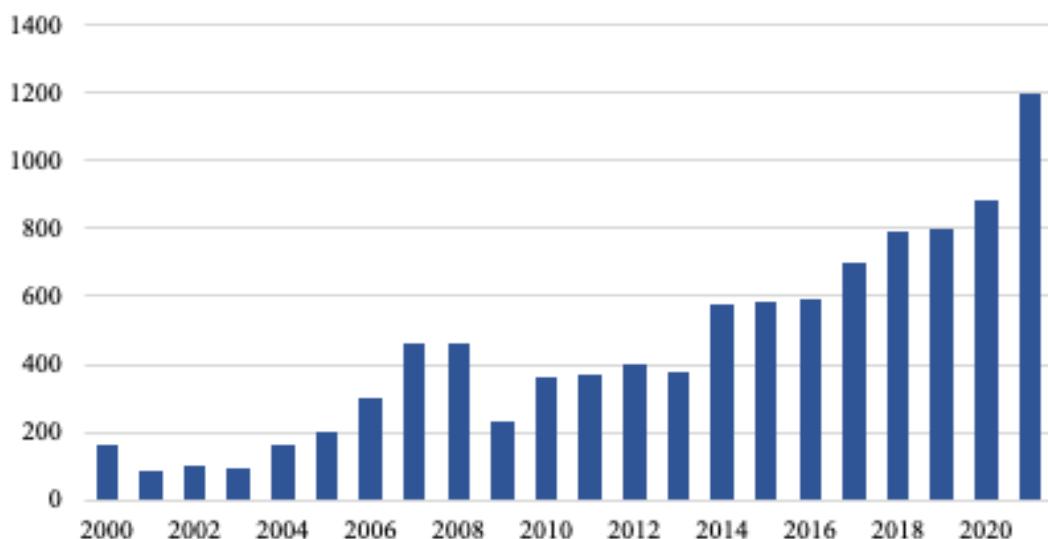
Figura 12: Tiempo que se tarda en depositar el capital sin invertir en los distintos mercados privados



Fuente: Hamilton Lane. Datos: Hamilton Lane Data (Enero de 2022)

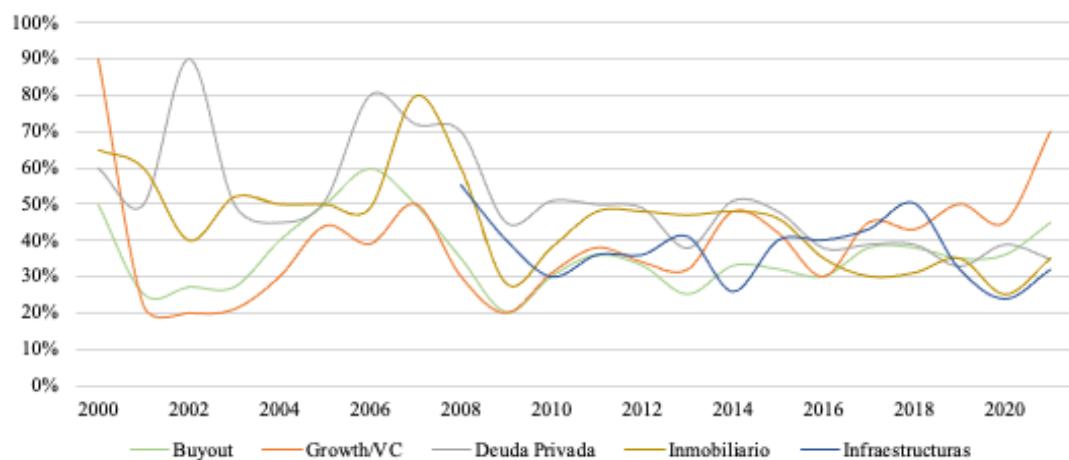
Eso se puede comprobar también con los siguientes dos gráficos, como vemos, el nivel de contribuciones que los fondos están pidiendo está aumentando de manera exponencial, de 880 billones de dólares a más de 1200 en solo un año. Esto sobre todo viene propiciado como ya hemos dicho, por los sectores de Venture Capital y Growth, puesto que como se ve en la figura 20, el porcentaje de capital que se está pidiendo para invertir en estos sectores está disparado, habiendo crecido un 70% tan solo en un año, y además parece que este crecimiento va a ser sostenido en el tiempo y que se van a alcanzar récords no solo en estos sectores si no en todos

*Figura 13: Contribuciones totales en los mercados privados (\$bn)*



**Fuente:** Elaboración propia. **Datos:** Hamilton Lane Data (Enero 2022)

*Figura 14: Contribuciones totales pedidas por los fondos como porcentaje del Valor liquidativo*



**Fuente:** Elaboración propia. **Datos:** Hamilton Lane Data (Enero 2022)

## 6.4 Múltiplos de entrada y apalancamiento

A continuación, vamos a hacer referencia a dos múltiplos que hay que tener muy en cuenta a la hora de invertir en una compañía y que son aquellos en los cuales los fondos se acaban fijando a la hora de realizar las inversiones. En primer lugar, encontramos el ratio de valor de empresa entre ebitda de la compañía, es decir:

$$\text{Múltiplo de entrada} = \frac{\text{Valor de la empresa (EV)}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Capital + Deuda Neta}}{\text{EBITDA}}$$

Con este múltiplo, lo que se mide es el precio real de lo que un fondo ha pagado por una empresa sobre los recursos que genera la misma y con independencia de su estructura financiera, (de ahí que se excluyan los intereses y los impuestos). Es decir, a la hora de comprar, se suma el capital y la deuda que la compañía ha utilizado para comprar el activo y la divide entre el ebitda que genera la compañía. De esta manera, si un fondo ha comprado una compañía a un múltiplo de entrada mayor, significa que han sobrevalorado la capacidad de la empresa de generar valor sin contar directamente lo relacionado con sus recursos propios. De la misma manera, un ratio menor significaría que quizás una empresa se encuentra infravalorada en la gestión que hace de sus recursos propios.

*Tabla 6: Múltiplos de entrada de las inversiones por sectores*

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| <b>Capital Riesgo</b>   | 8.4x  |
| <b>Deuda Privada</b>    | -     |
| <b>Inmobiliario</b>     | 23.1x |
| <b>Infraestructuras</b> | 11.3x |

**Fuente:** Elaboración Propia. **Datos:** Hamilton Lane Data, Bloomberg, Cobalt, S&P (Enero 2022). Recogido por Hamilton Lane para Capital Riesgo e Infraestructuras. El múltiplo de Inmobiliario es una media sacada por Equidam.

En este caso concreto, se han hallado estos múltiplos mediante la media de las transacciones de los últimos 10 años en cada sector. Como se puede apreciar, los activos que se están comprando más caros en el espectro de las inversiones alternativas son las dedicadas al sector inmobiliario. Esto es debido a que, en realidad, la cantidad de oferta existente en el mercado de este tipo de activos es bastante menor que la existente de otro tipo de activos, lo que hace que los precios de dichas compañías se acaben disparando. Por su parte vemos que las infraestructuras se pagan a un múltiplo de entrada de menos de la mitad del sector inmobiliario, mientras que el capital riesgo, viene siendo históricamente el sector más barato. Por otro lado, no tenemos datos del sector de la deuda privada porque, al no ser operaciones en las que se compra directamente la compañía, sino que lo que se hace es comprar deuda en sí misma de muchas compañías, hace muy complicado encontrar un multiplicador que pueda valorar este concepto.

Hay que mencionar que estos múltiplos, en línea con el escenario de inflación y aceleración económica que venimos teniendo en los últimos años, están elevándose a pasos agigantados ejercicio tras ejercicio. Esto quiere decir que sí, las compañías en el mercado privado están siendo cada vez más caras, pero también tenemos que ver de dónde viene el aumento de este múltiplo, si por el lado de la deuda, o por el lado del capital.

Es aquí donde entra en juego este segundo gráfico, en el que mostramos el ratio de apalancamiento de las compañías calculado como:

$$\text{Apalancamiento de una operación} = \frac{\text{Deuda Neta}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Deuda} - \text{Efectivo}}{\text{EBITDA}}$$

Tabla 7: Múltiplos de apalancamiento de las inversiones por sectores

|                         |      |
|-------------------------|------|
| <b>Capital Riesgo</b>   | 4.0x |
| <b>Deuda Privada</b>    | -    |
| <b>Inmobiliario</b>     | 6.0x |
| <b>Infraestructuras</b> | 3.7x |

**Fuente:** Elaboración propia. **Datos:** Hamilton Lane Data, Bloomberg (Enero 2022 y Equidam. Recogido por Hamilton Lane para Private Equity, Deuda privada e Infraestructuras. El múltiplo de Inmobiliario es una media sacada por Equidam.

Este ratio es una medida del apalancamiento calculado como el pasivo de una empresa menos el efectivo o equivalentes que posean, dividido entre el EBITDA. Es un múltiplo que muestra cuantos años tardaría una empresa en liquidar su deuda si se mantienen constantes. Si el efectivo fuera mayor que la deuda actual de la empresa, este ratio puede ser negativo, lo que significaría que la empresa tiene para pagar su deuda con su efectivo. Como hemos dicho, es un múltiplo muy usado entre los analistas financieros por tener en cuenta la habilidad de la compañía para reducir su deuda<sup>2</sup>.

Al hilo de lo que se venía mencionando previamente, podemos ver que, pese a que los múltiplos de entrada de las compañías en los últimos años han aumentado de manera considerable, estos vienen por la parte del capital, ya que la proporción de deuda usada sigue manteniéndose estable, creciendo si bien a un ritmo apaciguado, quizás por los tipos de interés que, en el contexto económico actual, están comenzando a subir. Aquí vemos como el sector en el que más se utiliza la deuda es en el sector privado inmobiliario, con 6 veces el ebitda, mientras que tanto el capital riesgo como el sector de infraestructuras utilizan una proporción de deuda más baja.

## 6.5 Liquidez de las inversiones: Valor liquidativo de un fondo y Distribuciones

Lo que queremos mostrar aquí es el crecimiento en todos los aspectos que se está dando en los activos alternativos en cuanto a liquidez. Si antes hemos visto que el nivel de contribuciones de los inversores a los fondos está aumentando rápidamente, el nivel con el que estos fondos están devolviendo la inversión está también creciendo a pasos agigantados.

Partimos de la base del Valor Liquidativo de un fondo o NAV por sus siglas en inglés (*Net Asset Value*). Este es básicamente la diferencia entre los activos que posee un fondo y su pasivo. Es decir, a lo largo de la vida de un fondo, este tiende a aumentar a medida que se empieza a pedir el dinero a los inversores y se invierte en los distintos activos, pero una vez que se llega al final de la vida del fondo y se empieza a dar la salida de las inversiones, este valor disminuye y los inversores empiezan a recibir los retornos, o lo que es lo mismo, las distribuciones.

---

<sup>2</sup> Investopedia, Net Debt to EBITDA Ratio. Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/n/net-debt-to-ebitda-ratio.asp>

Por tanto, esta primera gráfica, viene a confirmarnos lo que lleva pasando tiempo y hemos mencionado en el apartado de contribuciones, que cada vez el tamaño de los fondos es mayor porque la cantidad de dinero que se le pide a los inversores es mayor. Sobre todo, vemos que si antes del covid se estaba creciendo a un ritmo elevado (mayor en infraestructuras y el sector de Venture capital y Growth), este se ha disparado después de la crisis del covid, en especial en el sector del capital riesgo (las infraestructuras son menos sensibles a los ciclos económicos).

*Tabla 8: Crecimiento del Valor Liquidativo de las inversiones por tipo de activos alternativos*

|                         | RECUPERACIÓN DEL COVID<br>(2020-Actual) | 10 AÑOS PRE COVID (2010-<br>2020) |
|-------------------------|---|-----------------------------------|
| <b>Buyout</b>           | 43%                                     | 8%                                |
| <b>Growth/VC</b>        | 63%                                     | 14%                               |
| <b>Deuda Privada</b>    | 18%                                     | 9%                                |
| <b>Inmobiliario</b>     | 25%                                     | 9%                                |
| <b>Infraestructuras</b> | 18%                                     | 14%                               |

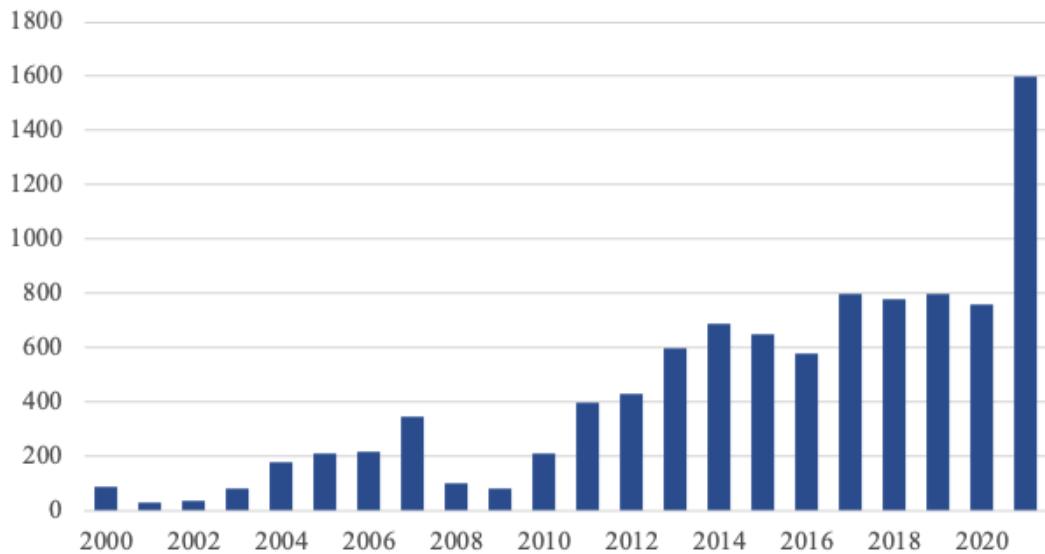
**Fuente:** Elaboración Propia. **Datos:** Hamilton Lane Data (Enero 2022)

Por tanto, si las contribuciones y el valor absoluto de los fondos están creciendo de manera tan acelerada, es lógico que las distribuciones a los inversores, es decir, el dinero que van recibiendo a medida que la vida del fondo avanza y van liquidando activos, también aumente de manera exponencial. Y es lo que vemos en este segundo gráfico, el total de distribuciones entre todos los activos privados se ha disparado hasta prácticamente el doble en tan solo un año.

Pero, la pregunta es ¿de dónde viene en este caso el crecimiento? Pues esto lo podemos comprobar en el último gráfico. En él podemos observar el porcentaje que representan las distribuciones que los fondos hacen a sus inversores con respecto al total del valor liquidativo del fondo. Porque saber que tanto el Valor liquidativo como las distribuciones están subiendo es bueno, pero si no sabemos el porcentaje en que lo hacen uno respecto al otro, no sabemos si los inversores están realmente ganando o perdiendo. Por tanto, en este gráfico vemos que desde la crisis del 2008 las distribuciones vienen aumentando considerablemente, bajando con el covid y ahora están sufriendo un repunte importante, sobre todo en el sector del capital riesgo, en el cual las distribuciones como porcentaje del valor ya está superando el 30%, habiendo crecido un 33% en tan solo un año. Sin embargo, el que parece que se ha quedado un poco estancado ha sido el sector de las infraestructuras, con un crecimiento de apenas el 20%.

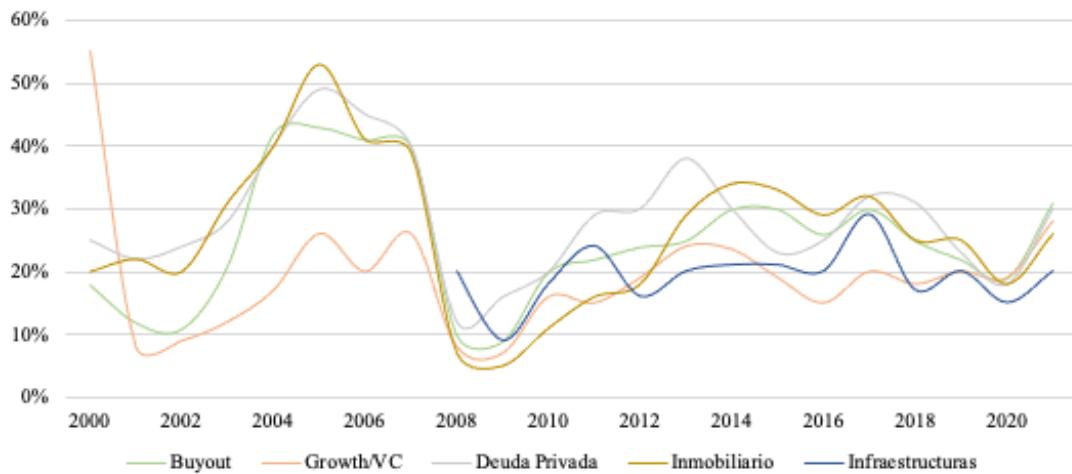
Esta tendencia parece que se va a mantener a corto y medio plazo, con los sectores de capital riesgo siendo los que tiren del crecimiento, mientras que los bienes raíces seguirán más estables.

*Figura 15: Distribuciones totales en los mercados privados (\$bn)*



**Fuente:** Elaboración Propia. **Datos:** Hamilton Lane Data (Enero 2022)

*Figura 16: Distribuciones realizadas por los fondos como porcentaje del Valor Liquidativo*



**Fuente:** Elaboración Propia. **Datos:** Hamilton Lane Data (Enero 2022)

## 6.6 Rentabilidad

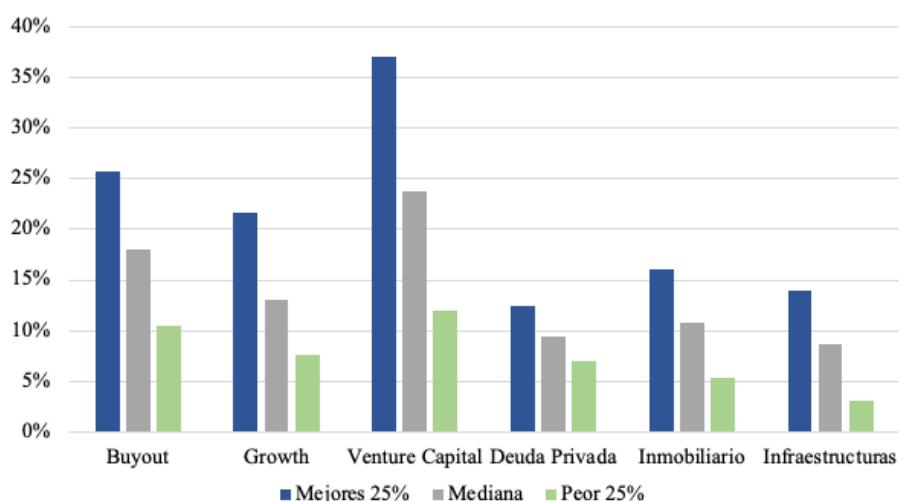
Por último, tenemos lo más importante a la hora de una inversión en activos alternativos, que no es otra cosa que los retornos que nos produce dicha inversión. Para medir la rentabilidad de cada uno de los tipos de activos, hemos usado la Tasa Interna de Retorno (TIR). Esta no es más que la tasa de descuento que iguala en el momento inicial, la corriente de flujos de caja con los pagos, haciendo el Valor Actual Neto cero.

$$\text{Tasa Interna de Retorno} = \sum_{t=1}^T \frac{FC_t}{(1 + TIR)^t} - FC_0 = 0$$

Esto quiere decir que si cogemos una tasa de descuento “ $k$ ” a partir de la cual nos merece la pena realizar la inversión, toda  $TIR > k$ , será considerado como un beneficio en la inversión. Es usado en la industria porque permite comparar inversiones con distintos horizontes temporales y flujos de caja. Hay que mencionar, que de manera implícita en la TIR se da la reinversión de los flujos de caja generados. Existen, además, otros métodos para medir la rentabilidad de un fondo como puede ser el Múltiplo de capital invertido o MOIC por sus siglas en inglés. Su cálculo mide la cantidad de veces que en el resultado final de la inversión se contiene la inversión inicial. En este caso, la fórmula no depende del tiempo, al contrario que en la TIR, por ello hemos acabado cogiendo la TIR.

Una vez tenemos en cuenta esto, hay que saber como se ha hallado la TIR de las distintas clases de activos. Para ello se ha utilizado la TIR de los fondos en cada año y haciendo la media. Para la mediana, se ha hecho la media de la TIR mediana de cada año.

Figura 17: TIR de los fondos por tipo de activos invertidos



**Fuente:** Elaboración Propia. **Datos:** Burgiss. Metodología: Calculado por Burgiss mediante la media de la mediana de las TIR de los fondos de cada año.

Como vemos, los mayores retornos los encontramos en el capital riesgo concretamente en el sector del venture Capital. Esto es normal porque las empresas allí contenidas son las que más margen de crecimiento tienen ya que están en fases muy tempranas, y es por eso que son las que tienen una dispersión mayor entre los mejores resultados y los peores. Hablando de cuartiles, la diferencia de rentabilidad entre los fondos de PE del cuartil superior y del inferior es de 20 puntos porcentuales, lo que indica que el año en que se lanza el fondo, la elección de subclase de activo y la selección de gestores tiene mucha importancia en el retorno posterior. Sin embargo, un fondo situado en la parte superior del último cuartil en PE aún habría superado a un fondo mediano de cualquier otro tipo de activo, lo cual es sorprendente. En otras palabras, a pesar de la alta dispersión parece que invertir en Private Equity sigue siendo la mejor opción. (McKinsey, 2022)

Pese a ello, es evidente que el sector del capital riesgo es el que promete unos retornos más elevados a los inversores, pero, por otro lado, la inversión inmobiliaria y el crédito han sido los que más han crecido en los últimos años, dejando al capital riesgo y las infraestructuras en cuanto a crecimiento fuera por debajo. Entonces nunca se sabe cómo puede desenvolverse en el futuro el mercado privado, ni cuáles van a ser las necesidades de los inversores a lo largo del tiempo, ya que cada una de las clases de activos responden a necesidades distintas.

## 7 CONCLUSIONES

Tras este estudio e investigación, podemos concluir que los activos alternativos en general, y los activos privados en particular, son un sector en constante crecimiento y que goza de un atractivo que es cada vez mayor como se puede demostrar con los activos bajo gestión y el cada vez mayor depósito de fondos a este sector por parte de inversores institucionales.

Hemos visto que el espectro de activos privados, con sus características y subclases, es lo suficientemente amplio como para proporcionar al inversor alternativas suficientes para desarrollar un plan de inversión que se adapte a sus necesidades, desde las inversiones más arriesgadas, pero con mayor retorno del Capital Semilla, hasta las inversiones menos volátiles, pero con un retorno menor que son las de infraestructuras. Además, se ha podido comprobar como con respecto a las inversiones tradicionales, estos activos tienen una correlación menor, y que dependen menos de la inestabilidad política y económica global. Esto, sumado a la creciente inflación y el bajo rendimiento de la renta fija, me hace decantarme porque los activos privados deberían empezar a tomar un peso considerablemente mayor en las carteras de los inversores a todos los niveles.

En cuanto a las inversiones alternativas como sector de la economía, hemos demostrado que están cogiendo un peso cada vez mayor dentro de la generación de riqueza de un país, y que esto solo va a aumentar en un futuro. En el caso particular de España, me parece que es una buena oportunidad para subirse a un tren, que cuando se encuentre a toda velocidad, quizás sea ya demasiado tarde para subirse, pues no espera. Dadas las debilidades que nuestro modelo económico presenta en la actualidad, con dependencias tan grandes como la turística, quizás sea buena idea empezar a apostar más por la gran cantidad de emprendedores y empresas con buenas ideas que encontramos en el panorama nacional.

Moviéndonos ya a conclusiones sobre el análisis comparativo, podemos observar que la tendencia en cuanto al crecimiento de la cantidad de activos bajo gestión de los fondos dedicados es completamente alcista, y no parece que vaya a menos. Esto es ocasionado también por la mayor demanda de inversión del sector privado, que atrae cada vez a más inversores. Como consecuencia de la subida de la demanda, vemos que los precios de los activos también están subiendo de manera considerable (sobre todo en capital riesgo y en bienes inmuebles), pero no porque se esté usando mucha más deuda para financiar las compras, sino más bien lo contrario, se utiliza cada vez más capital.

Por tanto, podemos ver que el panorama general en todas las clases es de aceleración económica, que, si bien no es mala, hay que tener cuidado con ella. De aquí que los fondos y los inversores deban bajar el ritmo de inversión y de compromiso, que como hemos visto antes, es lo que más está creciendo, cada vez se invierte más rápido, y esto puede llevar a que las inversiones se hagan de manera precipitada, dando lugar a resultados que quizás no son los que esperábamos.

## 8 BIBLIOGRAFÍA

Austin, M. & Thurston, D. (Enero de 2020). Venture Capital Positively Disrupts Intergenerational Investing: Cambridge Associates. Obtenido de Cambridge Associates: <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2020/01/VC-Positively- Disrupts- Intergenerational-Investing.pdf>

Bain. 2021. *The Private Equity Market in 2021: The Allure of Growth*. [online] Available at: <<https://www.bain.com/insights/private-equity-market-in-2021-global-private-equity-report-2022/>>

BBVA NOTICIAS. n.d. *¿Cómo invertir en materias primas?*. [online] Available at: <<https://www.bbva.com/es/como-invertir-en-materias-primas/>>

BlackRock. 2022. *What are commodity funds?* | BlackRock. [online] Available at: <<https://www.blackrock.com/us/individual/education/commodity-funds>>

BlackRock. 2022. *¿Qué son las inversiones alternativas?* | BlackRock. [online] Available at: <<https://www.blackrock.com/co/recursos/educacion/centro-de-educacion-sobre-inversiones-alternativas/que-son-las-inversiones-alternativas#alternative-investments>>

Wealthmanagement.bnpparibas. 2022. *Invertir en Hedge Funds*. [online] Available at: <<https://wealthmanagement.bnpparibas/content/dam/wm-countries/spain/wm-spain/documents/mifidii/Hedge%20Funds%20ok.pdf>>

Nanda, N., 2021. *Blackstone and Hilton Hotels: The Beauty of LBOs*. [online] The Strategy Story. Available at: <<https://thestrategystory.com/2021/04/10/blackstone-hilton-lbo/>> [Accessed 3 May 2022].

World Bank. 2021. *Commodity Market Outlook*. [ebook] World Bank. Available at: <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/36350/CMO-October-2021.pdf>>

Cliffwater Associates. 2022. *Investment in Infrastructure*. [online] Available at: <[https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwinxfXCzM T3AhWqi\\_0HHS7AAuEQFnoECBMQAw&url=https%3A%2F%2Fwww.cliffwater.com%2FResearch%2FDownloadFile%3Fpath%3Ddocs%252FInvestments%2520in%2520Infrastructure.pdf%26title%3DInvestments%2Bin%2BInfrastructure&usg=AOvVaw3SmmK88HzeLRSyDRJfsIn](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwinxfXCzM T3AhWqi_0HHS7AAuEQFnoECBMQAw&url=https%3A%2F%2Fwww.cliffwater.com%2FResearch%2FDownloadFile%3Fpath%3Ddocs%252FInvestments%2520in%2520Infrastructure.pdf%26title%3DInvestments%2Bin%2BInfrastructure&usg=AOvVaw3SmmK88HzeLRSyDRJfsIn)>

Cliffwater Associates. 2017. *Credit as a separate asset class*. [ebook] Cliffwater Associates LLC. Available at: <<https://cliffwater.com/reader/viewer.html?file=%2FResearch%2FFileDownload%3Fpath%3Ddocs%252FCliffwater%2BResearch%2B- %2BCredit%2BAs%2BSeparate%2BAsset%2BClass%2BNov%2B2017.pdf%26title%3DCredit+ as+a+Separate+Asset+Class%26VGltZXN0YW1w%3DMDUvMDQvMjAyMiAwMDoxNToxNw%3D%3 D%26isTimeLine%3Dnull%26method%3D%2FResearch%2FReadFile%3Fpath%3D%26methodTyp e%3DRead%26page%3D&title=Credit%20as%20a%20Separate%20Asset%20Class>>

Edwin J. Elton, M. J. (2010). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, Inc.

Episcope, M., 2018. *The comprehensive guide to investing in private real assets*. [ebook] Available at: <<https://kantakji.com/files/MjSOgyj.pdf>>

Equidam. 2021. *EBITDA Multiples by Industry* | Equidam. [online] Available at: <<https://www.equidam.com/ebitda-multiples-trbc-industries/>>

- Outlook.gihub.org. 2021. *Global Infrastructure Outlook - A G20 INITIATIVE*. [online] Available at: <<https://outlook.gihub.org>>
- Hamilton Lane. 2022. *Hamilton Lane | Hamilton Lane's 2022 Market Overview: Private Markets Report Strong Performance; Robust Fundraising Market; And Expanding Investor Base*. [online] Available at: <<https://www.hamiltonlane.com/en-US/News/44a06e1a-6ee6-4069-8abf-e3366bd818eb/Hamilton-Lane-s-2022-Market-Overview-Private-Marke>>
- J.P. Morgan, 2022. [online] Am.jpmorgan.com. Available at: <<https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/insights/market-insights/guide-to-alternatives/mi-guide-to-alternatives.pdf>>
- J.P. Morgan. 2019. *2019 INSTITUTIONAL INVESTOR SURVEY*. [ebook] J.P.Morgan. Available at: <<https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/cib/complex/content/prime-services/institutional-investor-survey-2019/pdf-0.pdf>>
- J.P. Morgan. 2022. *A guide to Alternatives*. [ebook] J.P.Morgan. Available at: <<https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/insights/market-insights/guide-to-alternatives/mi-guide-to-alternatives.pdf>>
- Marino, K., 2022. *Hedge funds still can't match the S&P 500*. [online] Axios. Available at: <<https://www.axios.com/hedge-funds-sp-passive-investing-b7abff5d-5723-4a33-888c-96e30d64b52f.html>>
- Mckinsey & Co. 2022. *Mckinsey Annual Private Markets Review 2022*. [ebook] Mckinsey & Co. Available at: <<https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2022/mckinseys-private-markets-annual-review-private-markets-rally-to-new-heights-vf.pdf>> [Accessed 4 May 2022].
- Schroder, 2016. [online] Schroders.com. Available at: <<https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/funds/pdfs/schroders-liquid-alternatives-br-en.pdf>>
- Oecd.org. n.d. *Massive infrastructure investment needed to meet future demand, says OECD*. [online] Available at: <<https://www.oecd.org/newsroom/massiveinfrastructureinvestmentneededtomeetfuturedemandsaysoecd.htm>>
- Perry, M., 2021. *The SP 500 index out performed hedge funds over the last 10 years. And it wasn't even close*. [online] AEI. Available at: <<https://www.aei.org/carpe-diem/the-sp-500-index-out-performed-hedge-funds-over-the-last-10-years-and-it-wasn-t-even-close/>>
- Preqin. 2022. *History of the Hedge Fund Industry*. [online] Available at: <<https://www.preqin.com/academy/lesson-3-hedge-funds/history-of-the-hedge-fund-industry>>
- UBS. 2018. *All you need to know about infrastructure*. UBS.
- Zurichinvest.ch. 2020. *Paths to illiquidity*. [online] Available at: <<https://www.zurichinvest.ch/en/news-and-publications/knowledge/alternative-investments/paths-to-illiquidity>>
- Wall Street Prep. 2021. [online] Available at: <<https://www.wallstreetprep.com/knowledge/growth-equity-guide/>>
- Es Investments, 2019. *Liquidity Paradox*. [ebook] Es Investments. Available at: <[https://www.ipa.com/wp-content/uploads/2019/09/FS\\_Investments\\_Liquidity\\_paradox.pdf](https://www.ipa.com/wp-content/uploads/2019/09/FS_Investments_Liquidity_paradox.pdf)>