

# I

# nvirtiendo para el

## LARGO PLAZO

### Los beneficios y desafíos de LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS

CARLOS CANO\*, GUSTAVO RISCO\*\*  
Y ALEX ROMÁN\*\*\*



\* Especialista Senior en Políticas de Inversión de Inversión del BCRP  
Chartered Financial Analyst (CFA)  
Financial Risk Manager (FRM)  
carlos.cano@bcrp.gob.pe



\*\* Especialista en Políticas de Inversión del BCRP  
gustavo.risco@bcrp.gob.pe



\*\*\* Especialista en Políticas de Inversión del BCRP  
alex.roman@bcrp.gob.pe

En su continua búsqueda de opciones de inversión que ofrezcan retornos más altos y que aporten el beneficio de una mayor diversificación a sus portafolios, los inversores han mostrado un creciente interés en asignar parte de su capital a inversiones alternativas. En este artículo, se analizan las principales características de las inversiones alternativas, cómo estas se traducen en oportunidades rentables dentro del marco de inversión de largo plazo y se señalan cuáles son los principales desafíos que enfrentan los inversores para capitalizar dichas oportunidades.

**INTRODUCCIÓN**

Un inversor de largo plazo es aquél que no tiene pasivos de corto plazo específicos o requerimientos de liquidez, o aquél que a pesar de tener pasivos y necesidades de liquidez, estos son pequeños con relación al tamaño total de su portafolio. En este sentido, los inversores de largo plazo capturan capital que solo será requerido en un futuro distante y, por lo tanto, tienen plena discreción para maximizar el valor de sus portafolios a lo largo del tiempo. Estas características confieren a este tipo de inversionista ciertas ventajas sobre los inversores de corto plazo:

- **Capacidad para adoptar y mantener posiciones cuando el momento de ocurrencia de los flujos es incierto:** Los inversores de largo plazo tienen la capacidad de perseguir oportunidades de inversión que presentan un calendario de pago incierto, pero donde existe una alta probabilidad de que los flujos ocurran eventualmente. Estos inversores están bien posicionados para hacer inversiones donde existe incertidumbre en el corto plazo y donde el valor potencial solo se vuelve evidente con el paso del tiempo.
- **Habilidad para explotar oportunidades generadas por inversores de corto plazo:** En los modelos de valoración de activos basados en el comportamiento racional de los agentes económicos, los precios son bajos debido a que la aversión al riesgo es alta, en otras palabras, los inversores impulsan los

precios a la baja para recibir un rendimiento superior en el futuro. De esta manera, pueden surgir oportunidades relacionadas con la transferencia del riesgo cuando los inversores de corto plazo valoran ciertos riesgos de manera diferente que los inversores de largo plazo (e.g. riesgo de iliquidez, preocupación por el desempeño relativo de corto plazo, etc.).

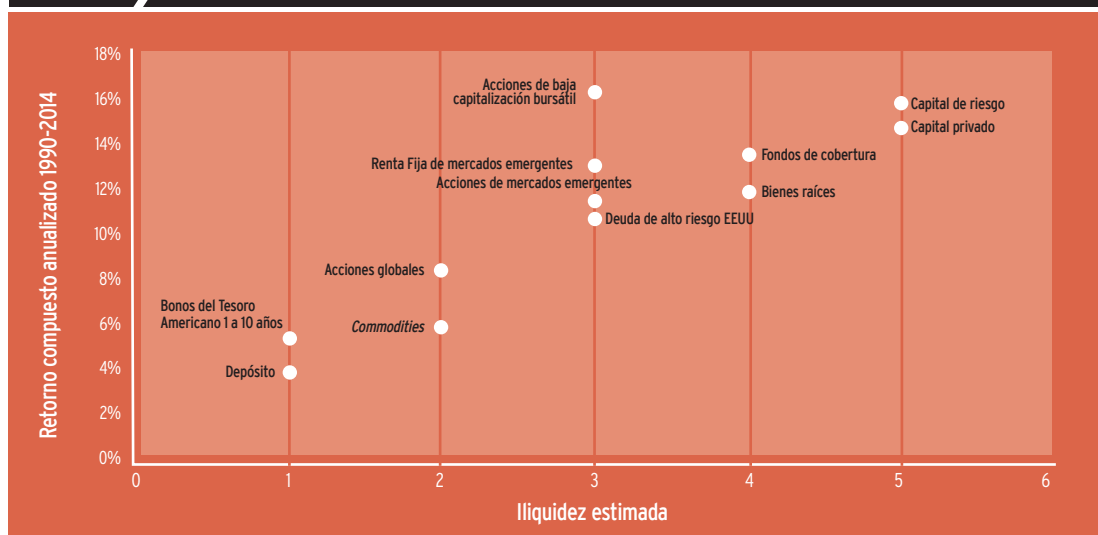
- **Capacidad de invertir en activos ilíquidos:** El hecho de que los inversores de largo plazo tienen mayor libertad para invertir en activos que no se cotizan en bolsa y/o activos ilíquidos les brinda una serie de ventajas sobre los inversionistas de corto plazo: aprovechar oportunidades de inversión originadas en las ineficiencias de mercado presentes en esta clase de activos; agregar valor económico a las inversiones a través del control directo; y la posibilidad de ampliar los beneficios asociados con una mayor diversificación.

Estas ventajas pueden ser explotadas a través de diversas estrategias de inversión. Sin embargo, en el presente artículo nos enfocaremos en la captura de primas por riesgo, específicamente a la captura de primas por iliquidez mediante la incursión en inversiones alternativas.

**CARACTERÍSTICAS DE LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS**

No existe una definición única generalmente aceptada que pueda caracterizar de manera pre-

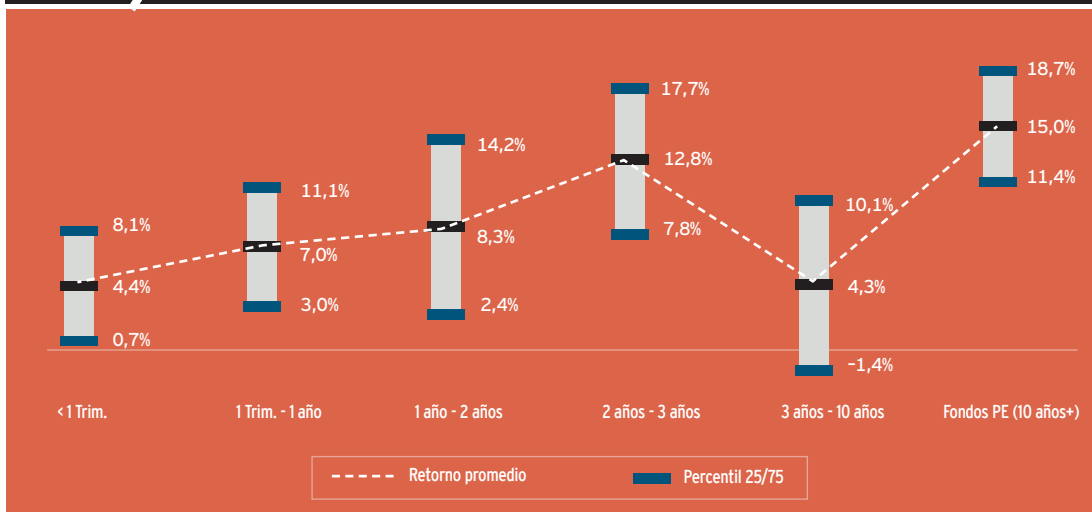
**GRÁFICO 1** ■ Retornos por grado de iliquidez 1990 – 2014



(\*) EL RETORNO DE CADA TIPO DE INVERSIÓN SE OBTUVO A PARTIR DEL PROMEDIO GEOMÉTRICO DE LOS RETORNOS MENSUALES ENTRE ENERO DE 1990 Y DICIEMBRE DE 2014; LOS RETORNOS SE CALCULARON COMO LA VARIACIÓN EN EL VALOR DEL ÍNDICE CORRESPONDIENTE A CADA TIPO DE INVERSIÓN Y ESTÁN EXPRESADOS EN TÉRMINOS ANUALES. ESTE GRÁFICO ES UNA ACTUALIZACIÓN DEL GRÁFICO ELABORADO POR ANTI ILMANEN PARA UN PERIODO ENTRE 1990 Y 2009.

FUENTE: BLOOMBERG, CAMBRIDGE ASSOCIATES, KENNETH FRENCH, ILMANEN (2011).  
ELABORACIÓN: PROPIA.

**GRÁFICO 2** ■ Fondos de Cobertura: retornos de 3 Años anualizados por periodo de bloqueo



FUENTE: BARCLAYS STRATEGIC CONSULTING.  
ELABORACIÓN: PROPIA.

cisa y completa el término inversiones alternativas debido a que este tipo de inversiones abarca un grupo muy amplio y diverso de productos y servicios financieros. Sin embargo, desde una perspectiva amplia, las inversiones alternativas pueden ser definidas como aquellas clases de activos que no forman parte de los instrumentos tradicionales como los bonos, las acciones y los instrumentos de mercado monetario, pues abarcan activos como bienes raíces, *commodities* e incluso bienes de lujo, tales como las antigüedades y el arte.

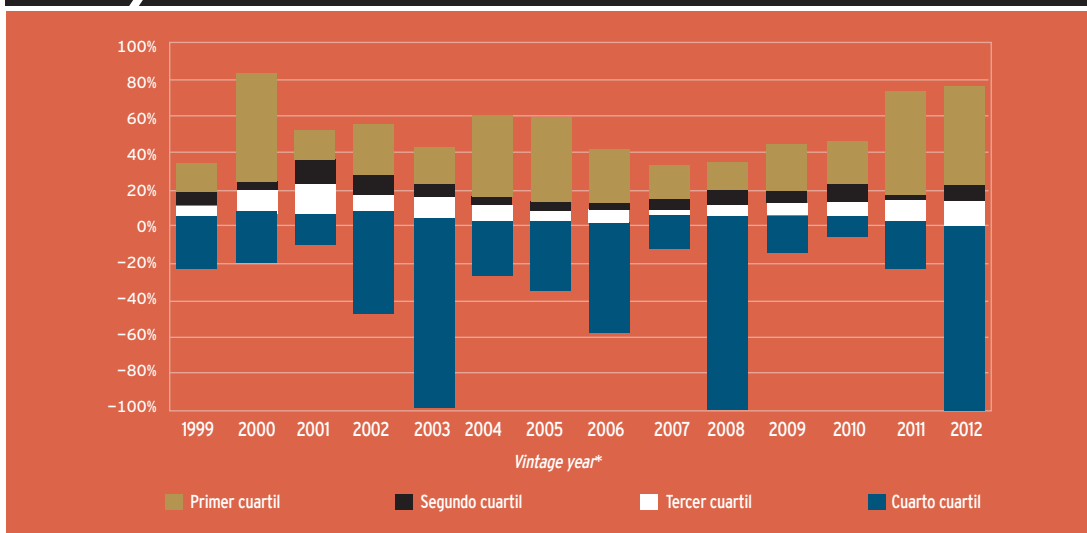
Usando como base la clasificación propuesta por el *Chartered Alternative Investment Analyst Association* (CAIA) las inversiones alternativas pueden ser clasificadas en cinco grandes categorías: *commodities*, bienes raíces (*real estate*), pro-

ductos estructurados, fondos de cobertura (*hedge funds*) y capital privado (*private equity*). Cabe resaltar que dicha clasificación no es exhaustiva ya que se basa principalmente en aquellos activos comúnmente empleados por inversores institucionales en sus estrategias de inversión.

Existen ciertas características claves que diferencian a las inversiones alternativas de las tradicionales:

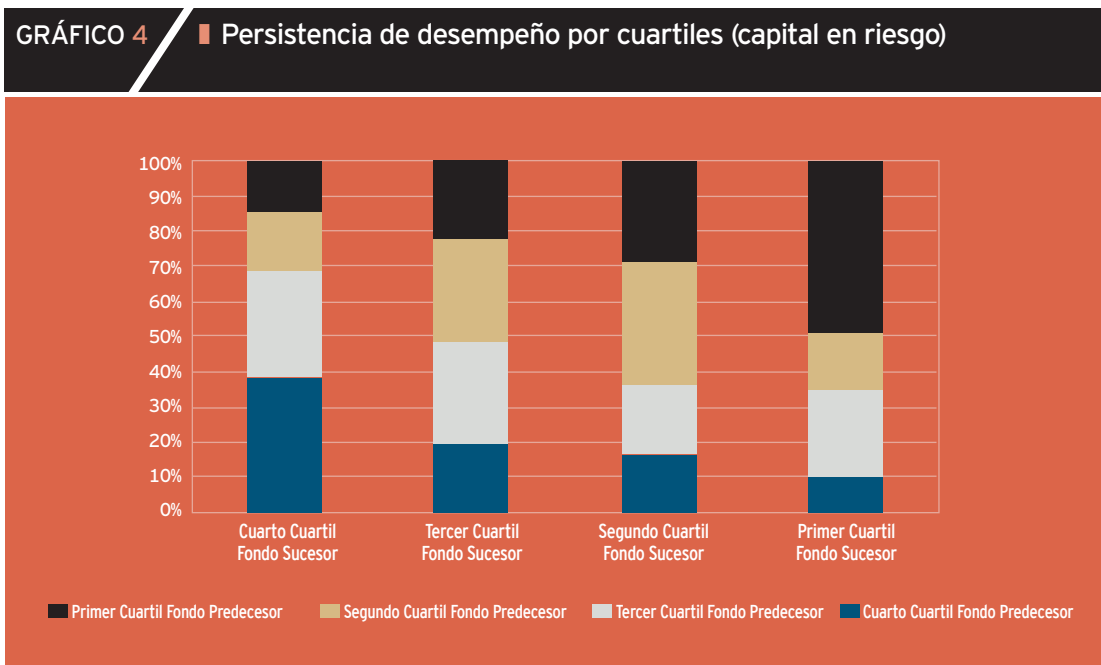
- **Diversificación adicional:** El retorno de las inversiones alternativas suele tener una baja correlación con las acciones y los bonos, mitigando de esta manera el riesgo del portafolio y generando retornos ajustados por riesgos superiores. Sin embargo, es claro que algunas clases de inversiones alternativas como el capi-

**GRÁFICO 3** ■ Desempeño de fondos de capital privado (*buyouts*) por cuartiles



(\*) VINTAGE YEAR: ES EL AÑO EN EL QUE SE REALIZA EL PRIMER FLUJO DE INVERSIÓN EN UN FONDO DE CAPITAL PRIVADO.

FUENTE: BLOOMBERG.  
ELABORACIÓN: PROPIA.



**FUENTE:** HAS PERSISTENCE PERSISTED IN PRIVATE EQUITY? EVIDENCE FROM BUYOUT AND VENTURE CAPITAL FUNDS.  
**ELABORACIÓN:** PROPIA.

tal privado, los fideicomisos de inversiones en bienes raíces (*real estate investment trusts*) y algunos tipos particulares de fondos de cobertura tienen al menos una correlación positiva con el mercado de acciones.

- **Ilíquidez:** Las inversiones alternativas pueden tener varios grados de negociabilidad y de liquidez estructural. Por ejemplo, las inversiones en bienes raíces, en capital privado y en fondos de cobertura implican periodos de bloqueo (*lock-up periods*) sustanciales que pueden llegar a los 10 años y tienen mercados secundarios limitados. Al invertir en este tipo de instrumentos, los inversores renuncian a la opción de liquidar el activo, motivo por el cual demandan una prima por este riesgo de liquidez al cual están expuestos.
- **Ineficiencia de mercado:** La eficiencia de un mercado se determina en función a la velocidad con la que los precios recogen toda la información disponible. En el caso de las inversiones tradicionales, los mercados cuentan con un alto grado de competitividad y, por lo tanto, una alta eficiencia relativa. Por su parte, las inversiones alternativas operan en mercados informativamente ineficientes, es decir menos competitivos, con pocos inversores y con altos costos de transacción. Estas ineficiencias se reflejan en desviaciones de las valuaciones reales respecto a las valoraciones que serían anticipadas en un mercado eficiente, y en consecuencia, constituyen una potencial fuente de retorno para los inversores.

“Es razonable esperar una relación positiva entre el retorno y el nivel de ilíquidez de una inversión”

**OPORTUNIDADES EN LA ILIQUIDEZ DE LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS**

Como mencionamos anteriormente, cuando se invierte en activos poco líquidos, se requiere de un retorno adicional para compensar el costo asociado a la ilíquidez (prima por liquidez). Este costo tiene tres componentes. El primero está relacionado con la pérdida de flexibilidad de reasignar capital a oportunidades de inversión coyunturalmente más atractivas sin tener que incurrir en altos costos de transacción. El segundo tiene que ver con la necesidad de balancear y provisionar eficientemente los requerimientos de liquidez de corto plazo. El último componente está relacionado a los pasivos contingentes generados por los compromisos de capital no utilizados. En este sentido es razonable esperar una relación positiva entre el retorno y el nivel de ilíquidez de una inversión (Gráfico 1).

Ilmanen (2011) propone una escala de liquidez del 1 al 5 para agrupar a los distintos instrumentos dentro del universo de inversiones, donde 1 es muy líquido y 5 muy ilíquido. El Gráfico 1 muestra el retorno asociado a cada instrumento de inversión, según su grado de liquidez. A partir de dicha relación, se puede concluir que los inversores que están en la capacidad de invertir a largo plazo, dado el perfil de sus obligaciones y las características de sus mandatos, pueden aprovechar la prima por liquidez inherente en las inversiones alternativas.

Otra manera de visualizar esta relación directa entre iliquidez y retorno es analizar la relación existente entre la duración de los periodos de bloqueo y el desempeño de los fondos. Un estudio realizado por Barclays en 2014, en el cual se analizaron aproximadamente 7 000 fondos de cobertura totalizando aproximadamente 1 billón de dólares, demostró que el retorno de los fondos generalmente se incrementa a medida que aumenta el periodo de bloqueo (ver Gráfico 2). Esta relación se mantuvo con excepción de los fondos de cobertura con periodos de bloqueo entre 3 y 10 años, los cuales mostraron un desempeño inferior a los fondos con periodos de bloqueo entre 2 y 3 años; sin embargo, los autores (Barclays Strategic Consulting) argumentan que los pobres resultados obtenidos por estos fondos podrían estar relacionados a su sobreexposición a ciertos nichos de mercado que no tuvieron un buen desempeño durante los últimos años (e.g. algunos mercados emergentes específicos, negocios relacionados al sector energía, asset-backed securities, etc.). Adicionalmente, hay que recalcar que la cantidad de fondos de cobertura con periodos de bloqueo entre 3 y 10 años es significativamente más bajo en comparación con los fondos

con otros periodos de bloqueo (13 fondos por un total de activos bajo administración que oscila entre 3 500 y 5 000 millones de dólares).

### ¿UNA MAYOR ILIQUIDEZ ES GARANTÍA DE MAYORES RETORNOS?

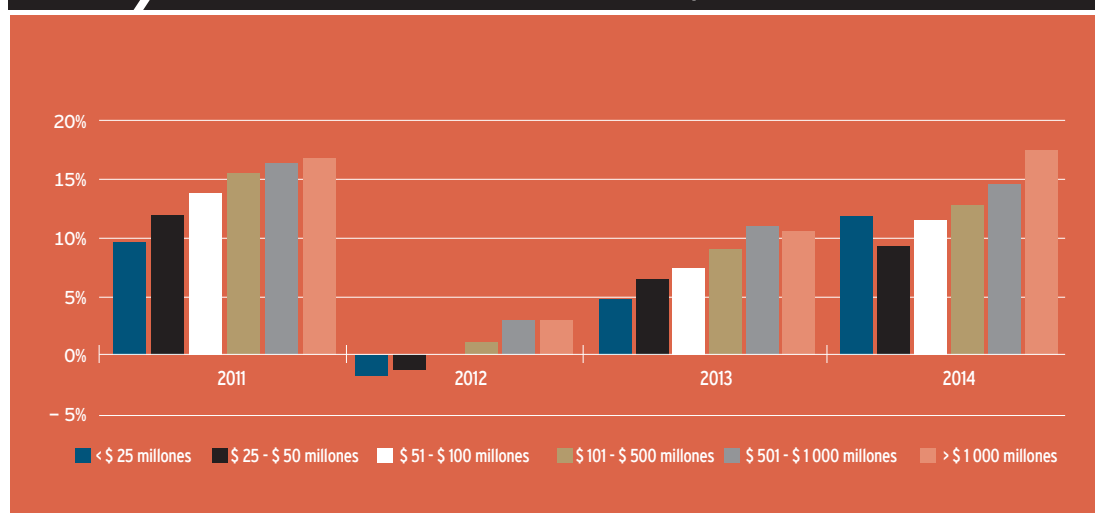
Si bien una mayor iliquidez incrementa la ineficiencia de un mercado determinado, este factor por sí solo no garantiza mayores retornos. Para explicar este punto, haremos un análisis más detallado de las inversiones en capital privado.

Las ineficiencias presentes en estos mercados crean un ambiente en donde la habilidad del administrador del fondo y la superioridad de información proporcionan una ventaja comparativa importante. En este sentido, la selección del gestor del fondo parece ser el aspecto más crítico en el éxito de los fondos de capital privado, sin embargo, este proceso es altamente cualitativo. Cuando se selecciona un administrador, los inversores tienen que asegurarse de entender claramente la estrategia y el proceso de inversión del fondo, identificar su ventaja competitiva, evaluar los atributos de su estructura organizacional y, analizar la trayectoria histórica y las estadísticas del desempeño del gestor.

Por ejemplo, la gran diferencia de habilidad existente entre los administradores y la importancia de una adecuada selección de gestores se ve acentuada al observarse la gran disparidad en los rendimientos obtenidos en las inversiones de capital privado. En el gráfico 3, se muestran los retornos de los administradores de fondos de capital privado, agrupados por cuartiles según su desempeño.

Por su parte, también existe cierto nivel de persistencia en los retornos en los fondos de capital privado, lo que reforzaría la idea que la selección

**GRÁFICO 5** ■ Retorno anual promedio de estrategias alternativas según tamaño del fondo de dotación (EEUU y Canadá)



FUENTE: NACUBO - COMMONFUND STUDY OF ENDOWMENT.  
ELABORACIÓN: PROPIA.

de los gestores de portafolio juega un rol crítico en el éxito de la inversión. Los socios generales (*general partners*) que han gestionado fondos de capital privado exitosamente pueden atraer un gran volumen de negocio principalmente por tres razones: sus nombres son conocidos por los emprendedores y otros agentes que buscan financiamiento de capital privado; tienen una amplia red de contactos en la industria que dirige los negocios hacia ellos; y tienen una reputación ya establecida de agregar valor a los portafolios de empresas que administran.

Por ejemplo, un estudio realizado en 2013 demostró que existía persistencia en el desempeño de los fondos de capital privado, en especial en los fondos de capital en riesgo (*venture capital*). En otras palabras, las sociedades de capital privado cuyos fondos tuvieron un desempeño por debajo de la mediana de los retornos de los fondos de su mismo *vintage year* tienden posteriormente a administrar fondos que también generan retornos que se ubican por debajo de la mediana correspondiente, mientras que las sociedades de capital privado que se ubican en los dos cuartiles superiores tienden a mantenerse por encima de la mediana (ver Gráfico 4).

Por otro lado, obtener acceso a fondos de capital privado de alto desempeño puede ser todo un reto. La mayoría de los fondos que poseen antecedentes favorables y un amplio historial operativo se encuentran cerrados a nuevos inversores o poseen requerimientos mínimos de inversión bastante altos que impiden suficiente diversificación mediante la inversión en varios fondos. La mayoría de estas firmas exitosas dan prioridad de participación en los fondos a inversores conocidos, pero también pueden asignar una pequeña participación en el fondo a un grupo selecto de nuevos inversores estratégicos que pueden proporcionar algún tipo de valor agregado (e.g. red contactos, experiencia en alguna industria en particular, etc.). Por ejemplo, es posible vislumbrar una relación directa entre el tamaño de los fondos de dotación y el desempeño de sus inversiones en estrategias alternativas (las cuales incluyen inversiones en capital privado, capital en riesgo y fondos de cobertura), lo cual concuerda con el análisis descrito anteriormente (ver Gráfico 5).

La decisión de un determinado inversor de asignar parte de su capital a inversiones alternativas con el fin de aprovechar las primas de liquidez inherentes a estas opciones de inversión y de explotar las ineficiencias presentes en estos mercados depende de muchos factores. Por una parte, debe haber un adecuado marco organizacional y operativo dentro de las instituciones que permita la inversión a largo plazo. Por otra parte, es necesario que los inversores entiendan claramente la

“ La habilidad del administrador del fondo y la superioridad de información proporcionan una ventaja comparativa importante ”

dinámica de los mercados de las inversiones alternativas, así como los atributos que caracterizan a este tipo de inversiones para determinar si estas se ajustan adecuadamente a sus necesidades de liquidez y a su perfil riesgo-retorno. Finalmente, la asignación de capital en esta clase de activos debería estar basada en la capacidad del inversor de identificar y acceder a gestores de fondos con un historial exitoso en la industria.

#### REFERENCIAS

- **Ang, A., D. Papanikolaou y M. Westerfield (2014)**, “Portfolio Choice with Illiquid Assets.” NBER Working Paper, abril.
- **Harris R., T. Jenkinson y S. Kaplan, (2013)**, “Private Equity Performance: What Do We Know?” SSRN, abril.
- **Harris, R., et al. (2014)**, “Has Persistence Persisted in Private Equity? Evidence from Buyout and Venture Capital Funds”. Darden Business School Working Paper No. 2304808, febrero.
- **Ilmanen, A. (2011)**, “Expected Returns: An Investor’s Guide to Harvesting Market Rewards”, Wiley Finance Series, pp. 23-27.
- **INREV (2013)**, “Real Estate as long-term Investment - The impact of Regulatory Change on long-term Investing Strategies and on the Real Economy”, European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles, abril.
- **Kaplan, S. y P. Strömberg (2009)**, “Leveraged Buyouts and Private Equity. Journal of Economic Perspectives”, pp. 121-146.
- **Lerner, J., A. Schoar, y W. Wong (2005)**, “Smart Institutions, Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research”, NBER Working Paper No. 11136.
- **NACUBO (2014)**, “Commonfund Study of Endowments”, National Association of College and University Business Officers and Commonfund Institute-NCSE.
- **OECD (2011)**, “Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies”, OECD discussion Note, febrero.
- **Phalippou, L. y M. Zollo, (2005)**, “What Drives Private Equity Fund Performance?”, Wharton Financial Institutions Center, Working Paper No. 05-41, noviembre.
- **Phalippou, L., y O. Gottschalg, (2007)**, “The Performance of Private Equity Funds”, Wharton Financial Working Paper No. 05-42, abril.
- **Prowse, S., (1998)**, “The Economics of the Private Equity Market”, Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review, Third Quarter, p. 26-28, diciembre.
- **Swensen, D., (2009)**, “Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment”, New York: The Free Press.
- **World Economic Forum (2011)**, “The Future of Long-Term Investing”, Ginebra.