

## INVERSIONES ALTERNATIVAS: COMO TRANSITAR A UN PROGRAMA DE INVERSIÓN EN LA CLASE DE ACTIVO

Se ha escrito acabadamente sobre las inversiones alternativas, y cómo las inversiones en *Private Equity*, *Private Debt* y *Real Assets* tienen el potencial de mejorar los retornos de un portafolio y bajar en forma considerable la correlación que existe entre los activos que lo componen. Y si bien las oportunidades en inversiones alternativas se han expandido durante la última década, hasta ahora los programas de inversión en esta clase de activo han sido desarrollados principalmente por los inversionistas institucionales. Sin embargo, con el acceso que existe hoy, es un desafío de los inversionistas no institucionales poder educarse y desarrollar programas orientados a sus capacidades y objetivos.

Por Felipe Marín, CFA.

Durante los últimos 15 años, las inversiones en activos alternativos son parte integral de la construcción de un portafolio de inversión por parte de los inversionistas institucionales. Los resultados de la inclusión de esta clase de activo, desde un punto de vista de riesgo-retorno, han sido muy favorables. La capacidad de generar nuevas fuentes de retorno y menor riesgo han permitido generar mayor estabilidad a los rendimientos de los portafolios, y por sobre todo ser bastante más resilientes a la volatilidad presente en los mercados públicos.

El manejo de las inversiones mediante activos alternativos ha crecido de manera relevante en los últimos años de la mano del mundo institucional, que ha despertado el apetito de los más prestigiados y grandes managers del mundo que han estado dispuestos a venir a promocionar sus productos en esta parte del mundo. Al mismo tiempo, el desarrollo de productos como los *semi-líquidos*<sup>1</sup>, y la evolución tecnológica, han permitido democratizar el acceso a estos productos, facilitando a los clientes individuales la incorporación de este tipo de inversiones en su portafolio, de forma responsable y entendiendo los beneficios y restricciones que entregan en el contexto de un portafolio completo.

### ¿Cómo y por qué invertir en Alternativos?

Hoy ya no es una obligación para las empresas del mundo tener que listarse en los mercados públicos para tener acceso a capital. Si bien, esa ha sido la pauta en la historia, el cambio está cada vez más presente y el número de empresas listadas ha caído más de un 50% los últimos 20 años en Estados Unidos, de acuerdo a cálculos realizados por Vanguard<sup>2</sup>. Por lo tanto, si los inversionistas individuales no incorporan este tipo de compañías en sus portafolios, es muy probable que no se pueda acceder a muchas oportunidades y compañías de alto potencial y calidad.

La construcción de un programa de inversiones alternativas dista del análisis de la construcción de un portafolio solamente basado en activos públicos o tradicionales. En ese sentido, un buen programa debería constar de tres ejes principales:

- **Multi-Manager:** Existe una gran cantidad de managers que hoy gestionan inversiones privadas. Destacan aquellos “broad-managers”, que son en general los de mayor tamaño y que han sido exitosos en varias estrategias. Son también conocidos como “*well-known managers*”. Pero por otro lado, existen aquellos gestores que son

<sup>1</sup> Los fondos *semi-líquidos* son vehículos de inversión en activos alternativos, con horizontes de inversión de largo plazo, pero que ofrecen liquidez (i.e., ventanas de rescate) en frecuencia mensual o trimestral. Ver más información en Oliver Hackel, CFA, *What to watch in 2023: The liquidity of semi-liquid private-market assets*. Kaiser Partner Privatbank AG, Enero de 2023. Disponible en:

© 2023 CFA Institute. Todos los derechos reservados. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no representan necesariamente la posición de CFA Institute y CFA Society Chile.

<https://kaiserpartner.bank/news/what-to-watch-in-2023-the-liquidity-of-semi-liquid-private-market-assets/>.

<sup>2</sup> Krantz, Matt, *Chasing Right Stocks to Buy is Critical with Fewer Choices but Big Winners*. Investor's Business Daily, Noviembre 2020. Disponible en: <https://www.investors.com/news/publicly-traded-companies-fewer-winners-huge-despite-stock-market-trend/>.

especialistas en una estrategia en particular. En un buen programa de inversiones alternativas, es importante que existan diferentes managers, con un buen proceso de *due diligence* operacional y financiero. Una de las principales diferencias entre el mercado público y privado en el proceso de selección de un manager, es que a diferencia del mercado público, en el mercado privado los retornos pasados suelen ser un buen predictor de los retornos futuros<sup>3</sup>.

- **Multi-Strategy:** Existen varias estrategias asociadas a la clase de activo. Y un programa que se precie de tal, debe considerar invertir en cada una de las macro-estrategias y las subcategorías es cada una de ellas.

Private Equity: Large buyout, Small & mid buyout y Growth Equity.

Private Debt: Direct Lending, Mezzanine, Distressed & Special Situations.

Real Assets: Real Estate, Infrastructure, Energy & Renewables.

- **Multi-Vintage:** Por vintage se entiende el año en que el manager realizó la primera inversión de la estrategia. A diferencia de los activos tradicionales, un año malo en términos de retorno para ellos puede ser un muy buen vintage para las inversiones privadas. Por ejemplo, un año muy malo para las bolsas puede ser una oportunidad para un fondo de private equity, comprando empresas de calidad y potencial, pero a valorizaciones más atractivas. Todos sabemos lo

difícil que es predecir períodos de crisis y bonanza, y por lo mismo un programa que considere varios vintage permite diversificar y que los años buenos (que son mayoría) puedan compensar aquellos años que sean más modestos.

## Beneficios e innovaciones recientes

Existe evidencia empírica de los atributos de incorporar inversiones alternativas dentro de un portafolio tradicional<sup>4</sup>, pero igual de importante es hacerlo bajo un esquema de un programa de inversión, y cuya base debe ser un programa multi-manager, multi-strategy y multi-vintage. Si bien esta estructura de construcción del programa es común para cualquier inversionista, los sesgos individuales de que cada uno de ellos debe ser incorporado. Entre las variables a considerar, esta su capacidad y tolerancia al riesgo, necesidades de liquidez, objetivos de retorno y variables impositivas, entre otras variables propias que se deben tener en cuenta.

Hoy el mercado cuenta con un abanico de productos y accesos que permiten cumplir con un programa de inversión en activos alternativos de una calidad razonable y que permita cumplir con las características generales y particulares de cada inversionista.

Desde el punto de vista de la tesis de inversión, existe un amplio acceso a diferentes managers y clases de activos que permiten cumplir el objetivo deseado. Es así como clientes más orientados en recibir flujo en forma más acelerada, y mitigar la conocida “Curva J”<sup>5</sup> de esta clase de activo, deben desarrollar un programa más basado en fondos secundarios y semi-liquidados en el mundo de private equity y con un mayor énfasis en

<sup>3</sup> Existe evidencia indicativa de persistencia en los retornos de las inversiones en *private equity* y *venture capital*, aunque este tema sigue siendo objeto de estudio, y hay evidencia de que la persistencia para fondos de *private equity* ha disminuido desde el año 2000. Ver más información en Robin I. Mordfin, *In Private Equity, Does the Past Predict the Future?* Chicago Booth Review, junio 2014. Disponible en: <https://www.chicagobooth.edu/review/in-private-equity-does-past-predict-future>. Además, ver: *Persistence in PE: Looking to Past Performance to Predict Future Success*, POLSKY, diciembre 2020. Disponible en: <https://polsky.uchicago.edu/2020/12/07/persistence-in-pe-looking-to-past-performance-to-predict-future-success/>.

<sup>4</sup> Ver, entre otros, Roger Aliaga-Díaz, PhD., *et al*, *The role of private equity in strategic portfolios*, Vanguard Research, Octubre 2020. Disponible en:

[https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/Role-of-private-equity-in-strategic-portfolios-US-ISGRPE\\_102020\\_US\\_F\\_online.pdf](https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/Role-of-private-equity-in-strategic-portfolios-US-ISGRPE_102020_US_F_online.pdf).

<sup>5</sup> En Private Equity, se refiere a un patrón de rentabilidad negativa en años iniciales (*investing period*), seguido por años de rentabilidad positiva y creciente (*harvesting period*). Ver más información en *Understanding The J-Curve Effect In Private Equity*, Connection Capital. Disponible en: <https://www.connectioncapital.co.uk/understanding-alternatives/understanding-the-j-curve-effect-in-private-equity/>.

deuda y renta inmobiliaria. Por contrapartida, aquellos inversionistas que estén buscando retornos más altos y no estén tan interesados en el flujo recurrente, deberán poner énfasis en su programa en inversiones de private equity.

En términos de acceso, en los últimos años, y con el avance de ciertas plataformas tecnológicas, hoy existen diferentes mecanismos para realizar las inversiones. Muchas de estas estrategias están disponibles en fondos de inversión locales y con montos que parten normalmente entre los USD25 mil a USD 50 mil en la serie retail. Por el contrario, el interés es realizarlo a través de un vehículo extranjero, existen feeder internacionales y plataformas de inversiones que permiten acceder a estos manager por ticket que parten en USD 100 mil. Por lo tanto, hoy es muy probable poder generar un programa con un nivel de diversificación en términos de manager, estrategias y vintage para inversionistas individuales.

### La otra cara de la moneda

Si bien hasta el momento hemos descrito las bondades de esta clase de activo, su evolución y la facilidad en su acceso, es igual de importante tener en consideración las restricciones y preocupaciones que deben estar presentes cuando está analizando incorporar estas inversiones dentro del portafolio.

La principal variable a tener en consideración es que los procesos de análisis y *due diligence* son en general bastante más complejos que el análisis de las inversiones tradicionales. Muchos de estos managers basan sus retornos en sus capacidades e intentan explotar mercados que aún no son completamente eficientes. Por lo mismo, la entrega de información en términos de cantidad y periodicidad es bastante más escasa de la que uno puede encontrar en los mercados públicos. Por lo tanto, es más que recomendable para los inversionistas individuales, y en específico para aquellos menos familiarizados con estas inversiones, buscar apoyo en equipos especialistas.

Otra de las características importantes a considerar es la liquidez de este tipo de inversiones. Estas estrategias son capaces de generar retornos mayores muchas veces porque son capaces de capturar el premio por

Figura 1: - "Dispersión de *managers* de activos públicos y privados"

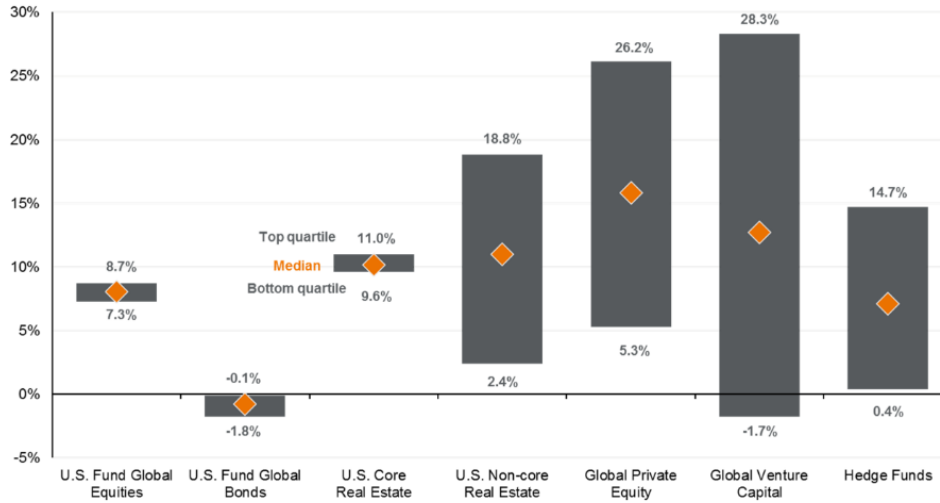
muy complicadas para un inversionista que tiene requerimientos de liquidez en el corto plazo o bien tiene mucha incertidumbre sobre este tema en un futuro cercano. Hoy han proliferado muchos productos semi-liquidos, que si bien tienen algunos grados superiores de liquidez que los activos alternativos tradicionales, siguen siendo en su naturaleza productos ilíquidos y muy lejos de los niveles de liquidez de los activos tradicionales.

Por último, es importante considerar la dispersión de los retornos que existe entre elegir un buen manager (tier I) y uno no tan destacado (ver Gráficos 1 y 2 al final de este artículo). Esa dispersión es mucho más alta que los activos tradicionales y además existen importantes diferencias entre las diferentes estrategias.

Como consecuencia a todo lo expuesto en el presente documento, las inversiones alternativas han demostrado ser una clase de activo que sin lugar a dudas ha tenido la capacidad de agregar valor a los portafolios tradicionales en términos de riesgo y retorno. Adicionalmente, la disponibilidad de managers, productos y accesos a evolucionado fuertemente en los últimos años, permitiendo que este a disposición de clientes individuales y no solamente de clientes institucionales. Sin embargo, el considerar las características y restricciones propias de esta clase de activo es elemental para que esta experiencia sea enriquecedora y no traumática, y el hacerlo en forma ordenada y bajo un programa formal de inversiones alternativas termina siendo crucial para el éxito en la incorporación de estos activos dentro de un portafolio.

**Public and private manager dispersion**

Based on returns over a 10-year window\*



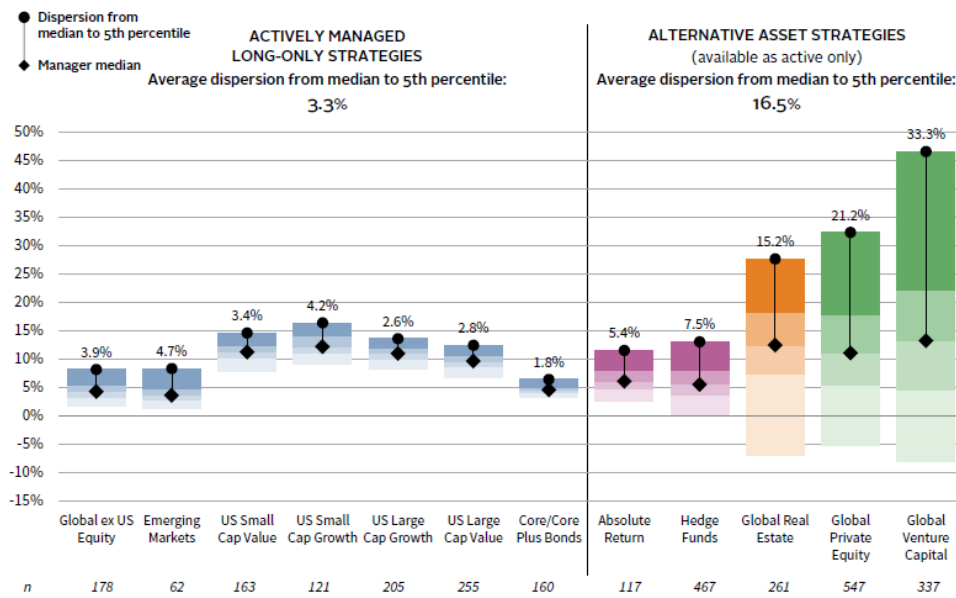
Fuente: JPMorgan Guide to Alternatives, Q1 2023.

Disponible en: <https://am.jpmorgan.com/gb/en/asset-management/adv/insights/market-insights/guide-to-alternatives/>.

Figura 2 - “La dispersión en los retornos de los activos alternativos muestra la importancia de la selección de *managers*”

**Average Annual Manager Returns by Asset Class**

July 1, 2008 – June 30, 2018



Fuente: Maureen Austin et al, *Private Investing for Private Investors: Life can be Better after 40*(%), Cambridge Associates, Febrero 2019. Disponible en: <https://www.cambridgeassociates.com/insight/private-investing-for-private-investors-life-can-be-better-after-40/>.