

DEUDA PRIVADA: ANÁLISIS DE DESEMPEÑO DE UNA INDUSTRIA EN CRECIMIENTO

Böni y Manigart (2022) publicaron un artículo en la última revista *Financial Analysts Journal* denominado “Retornos de fondos de Deuda Privada, persistencia y condiciones de mercado”, en la cual los autores analizan las principales características en materia de desempeño para clase de activos. Así, este artículo tiene por objetivo revisar sus principales conclusiones con el propósito de divulgar sus beneficios y contribuir a su correcta utilización en los portafolios de inversión.

Por Cristóbal Doberti, CFA.

Los instrumentos de deuda privada irrumpieron en la escena de las inversiones alternativas hacia fines de los años noventa, momento desde el cual su tamaño ha crecido hasta componer activos por más de US\$1 trillion, representado así un 12,3% del espectro de inversiones en capital privado, acorde a las estadísticas de Böni y Manigart.

En este contexto de desarrollo, la academia y miembros de la industria financiera han tendido a centrar su atención en el análisis sobre los beneficios que esta clase de activos provee en materia de diversificación a un portafolio de inversión. Sin embargo, los autores intentan diferenciar su artículo de esta tendencia centrando su mirada en torno al desempeño de la deuda privada como clase de activo en sí misma. Es decir, el objetivo de este trabajo estará centrado en determinar la competitividad de la deuda privada respecto de otras clases de activos, la persistencia que puedan ofrecer los gestores en materia de desempeño en la administración de sus vehículos, su capacidad para predecir condiciones favorables de mercado al momento de solicitar los aportes de capital de sus clientes o las condiciones que puedan ocurrir en el ciclo de mercado para esperar un desempeño más favorable de la clase de activo.

Para responder las preguntas anteriormente planteadas, Böni y Manigart analizan el desempeño de 94 gestoras bajo la administración de 448 fondos de deuda privada desde 1996 hasta 2018. A partir de lo anterior, comentamos continuación los principales resultados del estudio.

¿Qué tan competitivo es el desempeño de esta clase de activos?

Como punto de partida, el estudio centra su análisis tanto en el desempeño propio de los vehículos que conforman esta categoría como en la competitividad que estos muestran respecto de las clases de activos que tradicionalmente componen un portafolio global. Para estos fines, se comparará el desempeño de la deuda privada respecto de categorías líquidas, como es el caso de la renta fija de grado de inversión o *Investment Grade*, bonos de baja clasificación de riesgo o *High Yield* y el índice de mercado accionario de EE.UU. S&P500.

En un primer acercamiento, los resultados son sorprendentes, en la medida que el promedio de retornos de los fondos seleccionados da cuenta que la deuda privada fue capaz no sólo de generar un rendimiento anual del orden de 9,2% en dólares, sino que además pudo superar el desempeño de los activos tradicionales mencionados para el período analizado.

Sin embargo, es importante precisar que estos resultados no serían homogéneos para la diversidad de fondos que lo componen. De hecho, dicho universo de instrumentos incorporaría una dispersión importante en materia de su comportamiento, en la medida que la estadística agrupada sería sostenida principalmente por el cuartil más competitivo de la muestra. De este modo, los autores estresan la importancia de poder contar con una correcta selectividad de gestoras al momento de invertir en esta clase de activos.

En función de lo anterior, ¿Existe algún criterio para seleccionar gestoras que administren fondos de potencial mejor desempeño?

Si bien hemos mencionado que esta clase de activos destaca por presentar desempeños competitivos respecto de otros instrumentos, también es cierto que su rendimiento tiende a ser diverso a través de los managers que los gestionan.

En este sentido, los autores desarrollan una metodología que les permite distinguir la capacidad que un administrador tiene de mostrar un mejor desempeño que sus pares, análisis que se genera controlando por factores propios del fondo y de las condiciones de mercado de crédito.

De este modo, y tal como es ampliamente conocido en la industria de capital privado, lo autores confirman que, aquellos fondos que muestran un mejor rendimiento que la industria tienen una alta probabilidad de haber sido administrados por gestoras que manejaron vehículos exitosos en el pasado. De hecho, el estudio destaca que los vehículos que lograron situarse en el primer cuartil de un ranking tienen un 35% de probabilidad de mantenerse en dicho segmento, mientras que en aquellos que lo hicieron en cuartiles inferiores, existe una probabilidad de 39% de volver a alcanzar dicha posición en un próximo período.

Con esto, también se hace presente en esta clase de activos la capacidad que tienen algunos managers de poder señalar que son capaces de administrar vehículos con rendimientos superiores en el tiempo. Sin embargo, para que la señal de un fondo previo sea fidedigna, Böni y Manigart mencionan que debe haber sido solicitado a los inversionistas al menos un 75% del capital comprometido, en la medida que vehículos en etapas más tempranas de inversión no permitirían aún debelar si se trata de gestores exitosos.

Por último, el artículo menciona también que los fondos de menor tamaño o manejados por gestoras que administran un menor número de instrumentos tienden a mostrar un mejor desempeño, no obstante que sólo aquellos que tengan la capacidad de llevar a cabo una inversión más veloz al momento de recibir el capital de sus clientes terminan generando una diferencia

estadísticamente significativa en materia de desempeños.

¿Es posible identificar condiciones de mercado que sean más favorables para la inversión en esta clase de activos?

Más allá del mayor o menor retorno que un instrumento de inversión pueda ofrecer respecto de sus comparables, Böni y Manigart plantean también la inquietud en torno a la posibilidad de que existan escenarios que favorezcan el desempeño de los fondos de esta categoría.

Para esto, analizan las condiciones de mercado de crédito que prevalecían un año antes del primer llamado de capital a los inversionistas. Esto, con la intención de simular el período que tradicionalmente transcurre desde los esfuerzos comerciales de la gestora hasta la solicitud de compromisos iniciales que estos hacen.

Así, para generar un set de variables que puedan describir las condiciones de mercado crediticio, se selecciona una medida de liquidez de financiamiento representada por el denominado *TED spread*, una medida de spread crediticio *High Yield* construida a partir de la distancia entre la tasa de bonos de clasificación BB y aquellas del tesoro estadounidense, y un indicador de volatilidad de mercado medida por el índice VIX del S&P500.

A partir de lo anterior, los autores concluyen que las mejores condiciones son alcanzadas cuando: (i) los mercados de crédito se encuentran en una situación de mayor liquidez, (ii) los spreads crediticios aumentan en relación a un comparativo histórico y, (iii) la volatilidad en los mercados accionarios se incrementa.

De hecho, la evidencia encontrada se basaría en que, en momentos de mayor liquidez, los emisores de deuda estarían dispuestos a renegociar créditos comprometidos con anterioridad, lo que implicaría el pago de una prima por término anticipado y una remuneración por una nueva estructuración de deuda, siendo ambas variables fuentes de ingreso para los inversionistas de este tipo de fondos. Asimismo, acorde a los autores, cuando los inversionistas incrementan su aversión al riesgo, el valor de los instrumentos de

deuda disminuye y la volatilidad de la renta variable se eleva, generando un punto de entrada en las tasas de interés para instrumentos corporativos más atractivo, lo que también redundaría en un mayor retorno para esta clase de activos.

Finalmente, ¿pueden las gestoras de deuda privada obtener mayores retornos en base a su capacidad de predecir condiciones futuras de mercado?

Por último, Böni y Manigart extienden su estudio al punto en que intentan dilucidar si es que los gestores de fondos privados tienen la capacidad de pronosticar condiciones futuras de mercado de crédito para ser explotadas en beneficio de los inversionistas.

Para esto, consideran la variación que pueden presentar las variables seleccionadas para dos años posteriores al primer llamado de capital. Esto último, con la intención de simular un período de tiempo suficiente que sea consistente con aquel en que los administradores asumen transcurriría entre que pronostican una mejora de variables, solicitan los recursos a sus clientes y decretan finalmente la inversión en los activos.

Aunque los gestores de fondos privados son capaces de predecir una mejora en las condiciones de liquidez del mercado de crédito, éste no sería el caso para variables como spreads corporativos o volatilidad de mercado, con lo que esta habilidad sería sólo parcial.

De todos modos, los autores destacan que los efectos económicos de capturar la mejora esperada en materia de liquidez de mercado terminan siendo cuatro veces superiores que al que se podría obtener al momento de iniciar un fondo con un escenario similar, lo que da cuenta de la importancia de dicho efecto.

En el caso de los restantes indicadores de condiciones crediticias, los análisis dan cuenta que los gestores usualmente solicitan el capital en momentos en que los spreads corporativos son elevados más que cuando se estima un mejor punto de entrada hacia el futuro, mientras que no se registra impacto respecto de los cambios que se puedan observar en la volatilidad del mercado accionario.

¿Qué lecciones podemos extraer para este artículo?

El estudio desarrollado por Böni y Manigart reafirma la expectativa que desde hace un tiempo han generado los activos de capital privado, en el sentido de que no sólo permiten incrementar la diversificación en un portafolio, sino que además entregan retornos altamente atractivos en el tiempo.

Sin embargo, hay algunas conclusiones interesantes a tener en cuenta al momento de considerarlos para nuestras propias inversiones.

En primer lugar, debemos ser conscientes de que sólo una parte de los gestores son capaces de lograr estos resultados favorables, por lo que, de forma previa a una inversión, debemos conocer y analizar los instrumentos que pretendemos adquirir, con la intención de que los atributos que valoramos puedan ser finalmente capturados.

Además, si bien existen algunas características que pueden condicionar el desempeño futuro de un fondo, Böni y Manigart destacan que casos de éxito pasado pueden señalar posibilidades de mejor desempeño que otros que no cuenten con la misma experiencia o evidencian un desempeño histórico más débil. Para esto último, de todos modos, debemos fijarnos en aquellos vehículos que hayan completado al menos un 75% de su levantamiento de capital.

En materia de ciclos de mercado, y quizás una de las conclusiones más interesantes, los autores mencionan que es posible determinar puntos de entrada atractivos para este tipo de instrumentos. De hecho, en momentos de mayor liquidez, alto nivel de spreads y volatilidad de mercados, las expectativas de retornos para los fondos de deuda privada se incrementan.

Sin embargo, el estudio destaca también que los gestores sólo pueden parcialmente explotar sus perspectivas en materia de cambios en las condiciones de mercados de crédito.

Con todo, el estudio presentado hoy permite no sólo contribuir al desarrollo de la clase de activos analizada en esta columna, sino que también a conocer la mejor forma en que podemos explotarla en nuestro beneficio.