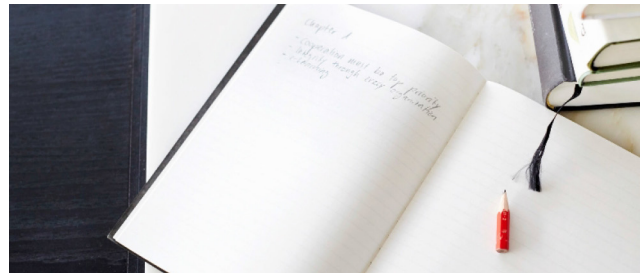


Introducción a los mercados privados

Educación en mercados privados

Autores: Karim Cherif, Head Alternative Investments, UBS Switzerland AG; Antoinette Zuidweg, Strategist, UBS Switzerland AG

- Los mercados privados ofrecen una combinación de altos rendimientos potenciales, un enfoque a largo plazo y acceso a empresas innovadoras y de rápido crecimiento. Pueden ofrecer oportunidades de inversión diferenciadas si se combinan con una cartera tradicional de mercados públicos.
- Los mercados privados se ven tradicionalmente menos afectados por la volatilidad percibida, los flujos de noticias y las ineficiencias, lo que permite a las empresas centrarse en la creación de valor a largo plazo. Esto los diferencia de las empresas del mercado público.
- Los mercados privados requieren compromisos a largo plazo. Los inversionistas deberían ser capaces de tolerar la falta de liquidez durante varios años.



Fuente: UBS

Resumen

- Los mercados privados son un término general para activos que no se negocian en bolsas públicas. Las inversiones en el mercado privado pueden incluir la propiedad de capital en empresas privadas en todas las etapas de desarrollo, préstamos privados, bienes inmuebles, infraestructuras y otros activos inmobiliarios.
- Invertir en mercados privados puede ayudar a diversificar las carteras, ya que ofrecen una fuente alternativa de rentabilidad no disponible en los mercados públicos.
- Existen varias estrategias de mercado privado que los inversionistas pueden elegir, desde el capital riesgo, la deuda privada, el sector inmobiliario privado y las infraestructuras.
- Los inversionistas deben ser capaces de bloquear el efectivo durante más tiempo para acceder a los mercados privados y aceptar iliquidez. Dependiendo del tipo de inversiones privadas, suelen comprometerse por un periodo de 7 a 10 años o más. Algunas estrategias pueden requerir periodos de inversión más cortos.
- Sin embargo, históricamente los inversionistas han sido recompensados por su paciencia con mayores rendimientos en comparación con las inversiones en las bolsas públicas, ya que el capital riesgo global ha

proporcionado rendimientos anuales del 13,8 % entre 2001 y 2021, en comparación con los rendimientos del 7,1 % en la renta variable global cotizada para el mismo período.

- Además de estrategias diferenciadas, los inversionistas también pueden elegir entre diversos enfoques para incluir los mercados privados en sus carteras, en función del nivel de implicación y responsabilidad deseado.
- Los inversionistas pueden realizar inversiones directas en empresas si tienen la capacidad de hacerlo, coinvertir junto con un gestor de fondos o elegir entre diferentes estilos y estrategias de gestión de fondos para satisfacer sus necesidades.
- Para maximizar las oportunidades de éxito, los inversionistas deben invertir en diferentes zonas geográficas, con diferentes gestores, diferentes estrategias y en diferentes años de comienzo de la inversión. Esto reduce la dependencia de cualquier exposición a factores o estrategias individuales y mejora el potencial de rendimientos más altos y estables.
- La selección de gestores es crucial, ya que existe una gran dispersión de rentabilidades entre los fondos de mercado privado y los estilos de gestión.

Este informe ha sido elaborado por UBS Suiza AG. Se ruega leer atentamente los avisos legales y las advertencias importantes que figuran al final del documento.

Este informe forma parte de una serie de cartillas educativas breves que introducen conceptos de mercados privados. Encontrará más información en el portal del cliente. También puede ponerse en contacto con su asesor para obtener ayuda.

¿Qué son los mercados privados?

Los mercados privados son un término general para activos que no se negocian en bolsas públicas. Las inversiones en el mercado privado pueden incluir la propiedad de capital en empresas privadas en todas las etapas de desarrollo, préstamos privados, bienes inmuebles, infraestructuras y otros activos inmobiliarios.

Los mercados privados pueden emplear diferentes estrategias para agregar valor. Los gestores de capital riesgo pueden enfocarse en comprar participaciones en empresas que van desde la fase inicial, la expansión o el giro de los negocios maduros. Por otro lado, los gestores de deuda privada se especializan en todo, desde préstamos de suscripción a empresas de pequeña, mediana o gran capitalización, hasta la reestructuración de la deuda por impago. Mientras tanto, los gestores de fondos inmobiliarios privados pueden centrarse en la adquisición de activos de alta calidad, la rehabilitación o el reposicionamiento, así como en nuevos proyectos de promoción, para generar rentabilidades.

Los inversionistas en mercados privados suelen desempeñar un papel activo en el proceso de toma de decisiones de los activos en los que invierten. Los gestores de fondos o los socios generales (General Partners, GP) pueden actuar como consultores, asesores o incluso director general (Chief Executive Officer, CEO) de una empresa más allá de una mera fuente de capital. Pueden desempeñar un papel clave en la configuración de la estrategia de una empresa, ayudándola a crecer o transformarse y crear valor desde adentro.

El acceso a la información en los mercados privados es más difícil que en los mercados públicos. A menudo, los GP confía en sus propios recursos y su red para encontrar oportunidades de inversión atractivas. Cuanto mejor sea la capacidad que un gestor tiene para recopilar información y formular una tesis de inversión, mejor es la oportunidad que tienen para identificar oportunidades de inversión gratificantes. Tampoco existe un mercado ni una valoración continuas para estos activos y las operaciones requieren tiempo para que se negocien y ejecuten. Sin embargo, estos retos e ineficiencias son precisamente lo que hace que la oportunidad sea atractiva. Existe el potencial de ineficiencias de precios porque muchos inversionistas no tienen el conocimiento, la paciencia o la información necesaria para evaluar, invertir y ayudar a materializar el valor intrínseco de estos activos.

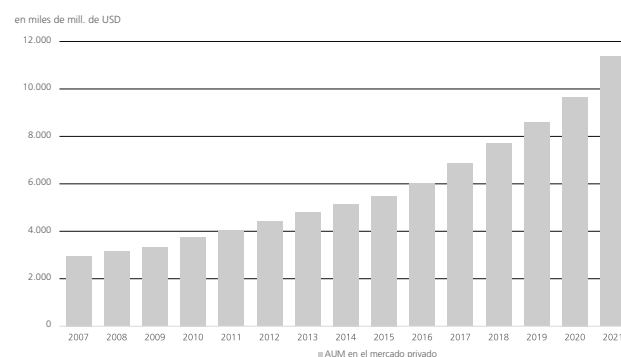
La mayoría de los inversionistas acceden a los mercados privados a través de fondos. Estos instrumentos reúnen el

capital de una serie de inversionistas o socios comanditarios (Limited Partners, LP). A continuación, los GP crean una cartera y trabajan directamente con las empresas o proyectos para aumentar las posibilidades de éxito con un enfoque estratégico particular o clase de activos. Los fondos multigestor también pueden considerarse para ayudar a maximizar la diversificación. Los GP exigen una comisión de gestión para cubrir los gastos de funcionamiento y una comisión de incentivo que se le paga al gestor en caso de que el fondo rinda más que la tasa de rentabilidad determinada. Esta tasa se conoce como intereses trasladados.

Otros inversionistas pueden preferir un enfoque directo, comprar participaciones en una serie de empresas privadas sin la ayuda de un gestor de fondos. Sin embargo, esto requiere un mayor nivel de experiencia y una inversión mínima más amplia.

En todos los casos, invertir en mercados privados requiere tiempo. En los mercados públicos, los inversionistas suelen poder acceder fácilmente a sus inversiones y obtener rendimientos por mes, trimestre o año. Dado que los fondos del mercado privado tratan de transformar empresas o proyectos a lo largo de los años, los inversionistas deben estar dispuestos a garantizar su capital durante más tiempo. Para los fondos de capital riesgo, por ejemplo, podría ser de 10 años o más.

Fig. 1: Los activos gestionados en el mercado privado (Assets Under Management, AUM) han crecido rápidamente



Fuente: Pitchbook, UBS, agosto de 2022. Incluye capital privado, deuda privada, bienes inmuebles, infraestructuras o recursos naturales.

Principales estrategias de los mercados privados

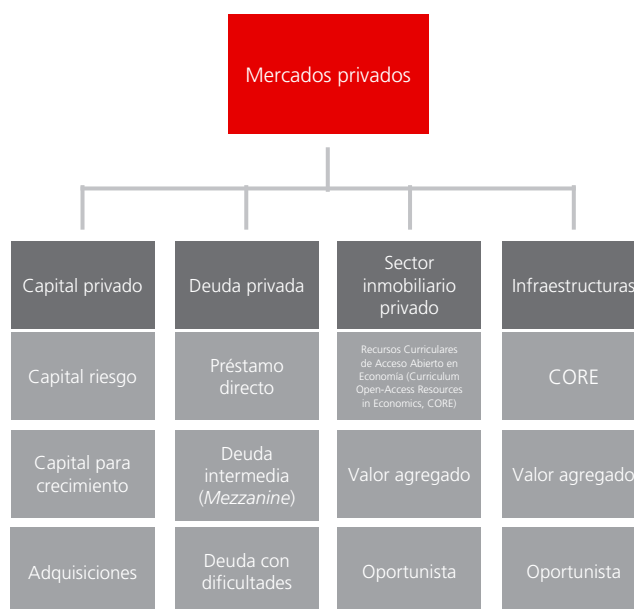
Los mercados privados pueden desglosarse en cuatro estrategias diferentes: capital privado, deuda privada, sector inmobiliario privado e infraestructura. Estos estilos persiguen diferentes enfoques de inversión, clases de activos, niveles de exposición, horizontes temporales y rentabilidades ajustadas al riesgo.

- El capital privado (Private Equity, PE)** representa la mayor parte de los mercados privados, con más del 60 % del total de activos privados gestionados. Las estrategias de capital riesgo se refieren a las inversiones de capital realizadas en empresas que no cotizan en bolsa, que proporciona a los inversionistas una participación y unos rendimientos similares a los de las acciones. El capital riesgo puede dividirse en subestrategias, dependiendo de la fase del ciclo de vida de la empresa objetivo:
 - El capital riesgo trata de adquirir participaciones minoritarias en empresas emergentes y en fase inicial.
 - La renta variable de crecimiento hace que las inversiones minoritarias se conviertan en empresas en rápido crecimiento que necesitan financiación adicional para expandirse.
 - Los fondos de compra se dirigen a posiciones de control en empresas maduras que generen efectivo con el objetivo de aumentar los beneficios a través de iniciativas de valor agregado.
- Las estrategias de **deuda privada (Private debt, PD)** se enfocan en instrumentos de deuda no cotizados emitidos a empresas privadas. Los gestores de PD suelen buscar, negociar y originar instrumentos de deuda con los prestatarios, proporcionando a los inversionistas un riesgo de tipo crediticio. Las principales subestrategias de PD pueden dividirse en:
 - Préstamo directo, que origina la financiación de la deuda senior garantizada para las empresas del mercado medio, por debajo del grado de inversión,
 - El financiamiento mezzanine o de deuda intermedia, que se centra en la deuda subordinada con una participación similar a la renta variable; y
 - la deuda con dificultades, que busca monetizar las inversiones en deuda (con una participación potencialmente similar al capital) mediante la normalización de la rentabilidad de las empresas, la reestructuración o la liquidación de activos.
- Las estrategias del **sector inmobiliario privado (Private real estate, PRE)** se enfocan en la adquisición de activos inmobiliarios y relacionados, especialmente en los segmentos de valor agregado y oportunista, donde la gestión activa puede impulsar una creación de valor sustancial. El PRE ofrece un potencial de protección frente a la inflación, unos ingresos y una correlación potencialmente menor con los activos tradicionales. Las subestrategias incluyen:
 - Activos inmobiliarios básicos establecidos, calidad y activos arrendados íntegramente;
 - Estrategias de RE de valor añadido dirigidas a activos con un cierto riesgo de arrendamiento o de renovación, y

3. RE oportunistas dirigidas a proyectos y activos de desarrollo que requieren un reposicionamiento significativo.

- Las estrategias de **infraestructuras privadas** se centran en la adquisición de activos de infraestructuras que a menudo exhiben las siguientes características comunes: elevadas restricciones a la entrada, baja elasticidad de la demanda con respecto a los precios, flujos de caja estables y vinculados a la inflación. Al igual que el sector inmobiliario, las estrategias de infraestructuras privadas, dependiendo del tipo, ofrecen un potencial de protección contra la inflación y una menor correlación con los activos tradicionales.
 - La estrategia principal tiene como objetivo la inversión en activos existentes (*brownfield*) con mínimos requisitos de capex, baja complejidad operativa e ingresos contratados predecibles.
 - Los gestores de valor agregado se enfocan en activos más complejos con cierto riesgo de desarrollo; y
 - los fondos oportunistas se enfocan en proyectos nuevos o en activos que requieren un gasto de capital considerable. Dependiendo de la estrategia, los inversionistas en infraestructuras pueden generar una combinación de rentas y plusvalías.

Fig. 2: Principales estrategias de los mercados privados



Fuente: UBS, agosto de 2022.

¿Por qué incluir los mercados privados en una cartera?

Los mercados privados pueden ampliar considerablemente el universo de instrumentos y exposiciones más allá de los

valores líquidos que cotizan en bolsa. En particular, los mercados privados permiten a los inversionistas captar nuevas fuentes de rentabilidad, como una prima de liquidez y la habilidad del gestor o alfa. A continuación, se detallan las principales razones para incorporar los mercados privados en las carteras.

- **Universo expandido.** Muchas empresas y activos interesantes no cotizan necesariamente en bolsa. Los mercados privados ofrecen exposición a estas inversiones. Los inversionistas dispuestos a negociar la liquidez pueden acceder a activos y temas que de otro modo no estarían disponibles, y así diversificar las fuentes de rendimiento de la cartera.
- **Las ineficiencias crean oportunidades.** La asimetría de la información y la complejidad de la transacción en empresas y activos privados ofrecen oportunidades atractivas a los inversionistas a largo plazo que pueden encontrar, evaluar y comprar oportunidades con un descuento significativo respecto a su evaluación del valor intrínseco.
- **Diversificar con liquidez y otras primas.** Los mercados privados ofrecen a los inversionistas la posibilidad de captar una prima de liquidez y complejidad derivada del enfoque de propiedad y gestión activa de los gestores, enfocado en la creación de valor a largo plazo. Algunas estrategias presentan una correlación reducida o nula con los mercados tradicionales.
- **Rentabilidades ajustadas al riesgo atractivas.** Las rentabilidades históricas de los mercados privados muestran una prima significativa respecto a las rentabilidades de los activos tradicionales a largo plazo. (consulte la fig. 3).
- **Ventaja de comportamiento.** La falta de liquidez de los mercados privados ayuda a evitar que los inversionistas tomen decisiones emocionales de reembolso durante las dislocaciones del mercado. De hecho, los instrumentos de los mercados privados que se crean y/o invierten durante esos periodos a menudo pueden aprovechar un entorno de valoración más atractivo para sus inversionistas.

Rentabilidad y rendimiento

Los inversionistas deben tener una visión a largo plazo de las rentabilidades de los mercados privados, ya que los instrumentos de inversión suelen estar bloqueados durante años y el rendimiento solo puede evaluarse realmente una vez que se ha salido de la mayoría de las inversiones y se han obtenido las rentabilidades, lo que puede llevar algún tiempo. Pero, a cambio, los inversionistas tienen el potencial de generar rentabilidades ajustadas al riesgo atractivas. A lo largo de las últimas décadas, las inversiones en estrategias de mercado privado han superado con creces a las inversiones en bonos y capital que cotizan en bolsa

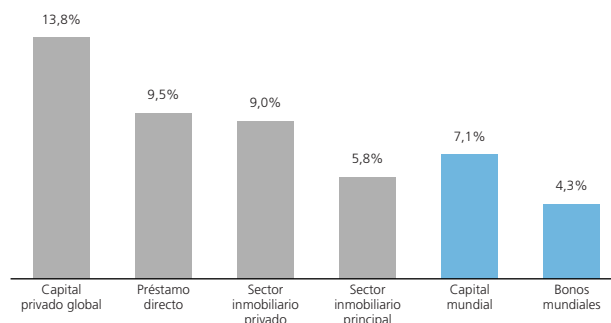
(consulte las fig. 3 y 4). Sobre la base de la rentabilidad ponderada en el tiempo, el capital riesgo mundial proporcionó una rentabilidad media anual del 13,8% entre 2001 y 2021, significativamente por encima de la rentabilidad del 7,1% lograda por las acciones mundiales que cotizan en bolsa. Los préstamos directos arrojaron una rentabilidad del 9,5% frente al 4,3% de los bonos mundiales, mientras que el sector inmobiliario privado arrojó una rentabilidad media del 9%.

Sin embargo, para medir la rentabilidad en los mercados privados, los inversionistas suelen fijarse en diferentes parámetros, entre ellos la tasa interna de rentabilidad (Internal Rate of Return, TIR) y los múltiplos de rentabilidad. La TIR evalúa el calendario y el volumen de los flujos de efectivo para tener en cuenta el valor temporal del dinero. Mirando desde un ángulo diferente, los múltiplos pueden proporcionar una medida absoluta de la cantidad de rentabilidad que se crea durante un período de tiempo. Entre los dos múltiplos clave se incluyen el distribuido al capital pagado (Distributed to Paid-In, DPI), que mide las distribuciones con el capital invertido, y el múltiplo teórico de la inversión (Total Value Paid-In, TVPI), que mide el valor de todas las inversiones realizadas y no realizadas con el capital invertido.

Para comparar las TIR con las rentabilidades de los índices públicos, hay que tener en cuenta el calendario de los flujos de efectivo. Esto requiere un cálculo de rentabilidad denominado equivalente del mercado público (Public Market Equivalent, PME) que mida el valor agregado del gestor y permita evaluar el rendimiento frente a las clases de activos líquidos. Esto se logra comparando la diferencia entre los flujos de caja de los fondos del mercado privado y los de una serie de flujos de efectivo que compran y venden un índice bursátil público relevante, midiendo así el rendimiento relativo.

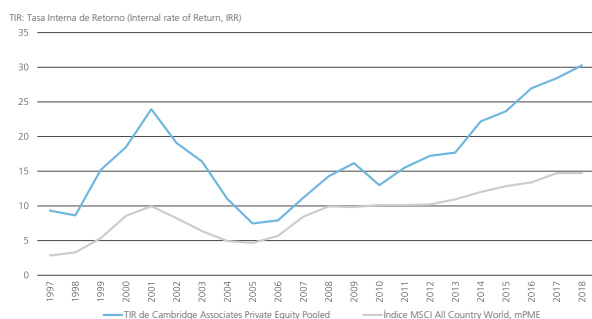
Fig. 3: Rentabilidad del mercado privado frente al público

Rentabilidad media anual ponderada por tiempo entre enero de 2001 y diciembre de 2021 (para el sector inmobiliario de 2004 a 2021)



Fuente: Índice CAPE Global Private Equity, Índice Cliffwater Direct Lending, Índice Cambridge Real Estate, Índice MSCI All Country World, Barclays Global Aggregate, UBS. Datos a agosto de 2022.

Fig. 4: TIR agrupada en capital riesgo frente al MSCI ACWI mPME



Fuente: Cambridge Associates, UBS. Datos a agosto de 2022.

Dinámica de inversión en un fondo de mercados privados

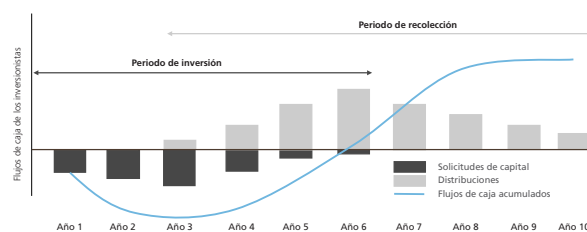
Los fondos de mercados privados tienen características distintivas que los inversionistas deben tener en cuenta cuidadosamente.

- Los fondos de mercados privados tradicionalmente tienen una estructura **cerrada**, lo que significa que los fondos solo se les ofrecen a los inversionistas durante un periodo de captación de fondos específico. Una vez finalizada la captación de fondos, los fondos están cerrados e ilíquidos por un plazo determinado, que suelen oscilar entre 7 y 12 años o más, dependiendo de la estrategia. El término podrá ser ampliado por el GP.
- Los fondos del mercado privado suelen contar con una estructura de **compromiso y pérdida**. Durante el periodo de captación de fondos, cada LP adquiere un compromiso de capital inicial irrevocable por un importe específico del fondo. Este capital no se invierte inmediatamente, sino que los LP financiarán la futura adquisición de inversiones a petición del GP, lo que se denomina "solicitud de capital".
- Los fondos solo pueden realizar inversiones durante un **periodo de inversión** determinado. Esto suele ser durante los primeros tres a seis años de un fondo.
- Los socios comanditarios no pueden influir en el **calendario y la magnitud de los flujos** de entrada y salida de un fondo, ya que éstos vienen determinados por el gestor del fondo y el ritmo al que invierten. Las distribuciones de efectivo suelen producirse en los años intermedios y posteriores de un fondo. Para entonces el socio general ha tenido tiempo de trabajar con las inversiones y agregar valor.
- Las características anteriores describen el **efecto de la curva J**, lo que ilustra cómo en los primeros años

los socios comanditarios experimentan salidas netas de efectivo durante las solicitudes de capital. Los flujos de entrada son limitados o no están disponibles hasta los años intermedios del fondo, cuando las distribuciones empiezan a superar las solicitudes de capital. Las salidas netas de efectivo comienzan a disminuir y después pasan a ser positivas (consulte la fig. 5).

- Por lo general, los LP **no alcanzarán una exposición del 100%** de su inversión en un fondo del mercado privado. El nivel de capital neto invertido puede caer por debajo del objetivo, porque las distribuciones pueden comenzar mientras el capital comprometido todavía se está invirtiendo. Históricamente, los niveles de inversión eficaces en términos netos varían de entre el 60% y el 80%. Para alcanzar niveles de exposición efectiva plenamente invertidos, los socios comanditarios pueden comprometerse en exceso con un solo fondo o buscar compromisos continuos con varios fondos.

Fig. 5: Ciclo de vida ilustrativo de un fondo de capital riesgo



Fuente: UBS, agosto de 2022.

Principios clave para incluir los mercados privados en una cartera

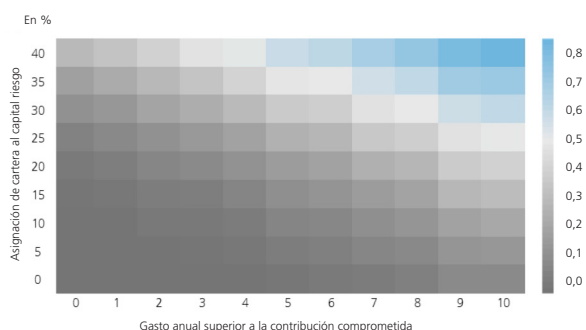
Antes de plantearse una asignación a los mercados privados, los inversionistas deben tener en cuenta lo siguiente:

- **Tolerancia a la falta de liquidez** en un horizonte temporal largo. Como los plazos de los fondos son de 10 años o más, los inversionistas deberían sentirse cómodos teniendo una parte de su cartera inaccesible durante este periodo.
- **Metas, objetivos y tolerancia al riesgo personales.** Los inversionistas deben asegurarse de que las metas y los objetivos personales están en consonancia con la duración de las inversiones privadas, incluso teniendo en cuenta un posible cambio en las circunstancias personales. Además, una asignación a inversiones alternativas no debería alterar de forma significativa el perfil de riesgo de la cartera global de un inversionista.
- **Requisitos de gasto.** Los inversionistas con mayores requisitos de gasto para sufragar gastos o mayores asignaciones a inversiones privadas para satisfacer

las exigencias de capital deberían garantizar que se disponga de suficiente liquidez, especialmente cuando se planifique los posibles periodos de caída del mercado.

- **Dimensionar una asignación.** Las consideraciones anteriores deberían ayudar a reducir la asignación a activos privados adaptados a las necesidades de un inversionista. Por regla general, una asignación de hasta el 20% a activos menos líquidos debería permitir a la mayoría de los inversionistas evitar problemas de liquidez incluso durante las caídas del mercado (consulte la fig. 6). Una asignación de hasta el 40% sería aceptable desde una perspectiva de liquidez si las necesidades de flujos de efectivo son moderadas o mitigadas si se dispone de liquidez externa.

Fig. 6: Probabilidad de enfrentarse a problemas de liquidez en graves tensiones en los mercados



Nota: El código de colores representa la probabilidad de que la cartera de obligaciones líquidas de un inversionista sea inferior a las necesidades de gasto de tres años. Se asume una amplia gama de ponderaciones entre la renta variable mundial (MSCI ACWI) y la renta fija mundial (Bloomberg Barclays Global Aggregate) en USD. Se tiene en cuenta la cartera de PE maduro. Las simulaciones de Monte Carlo de los valores de la cartera líquida reflejan un comportamiento severo del mercado bajista que dura tres años. Todas las necesidades de liquidez y gasto se toman anualmente. Asumimos que no hay desaceleración en las solicitudes de capital y asumimos que no hay repartos. Para obtener más información, consulte "Investing in private markets with UBS Wealth Way", publicado el 17 de febrero de 2021. Fuente: Bloomberg, UBS.

- **Financiar una asignación.** Al realizar asignaciones a los activos privados en una cartera multiactivo, los inversionistas deben tratar de preservar las características de riesgo generales de una cartera. Por tanto, los inversionistas deberían realizar lo siguiente:

1. Financiar los mercados privados de mayor riesgo, como el capital riesgo, el capital inmobiliario o de infraestructura oportunista, a partir de activos líquidos de mayor riesgo, como el capital público.
2. Financiar los mercados privados enfocados en la renta, como el sector inmobiliario, de infraestructura o la deuda privada de alta calidad, a partir de activos de renta fija y de crédito.

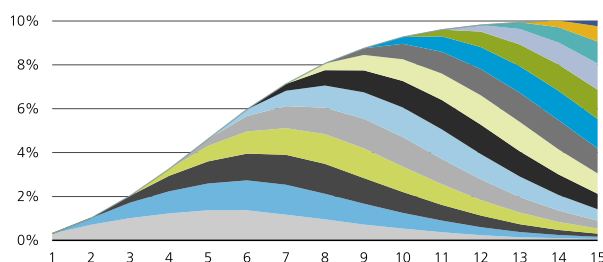
Para evitar un arrastre de efectivo en la rentabilidad, los inversionistas pueden querer mantener el capital destinado a las solicitudes de capital del mercado privado invertido hasta que sea necesario.

- **La diversificación es fundamental.** La diversificación de la exposición a los mercados privados es importante desde el punto de vista de la cartera, y debería lograrse asignando a una serie de fondos de mercados privados de distintas geografías, gestores, estrategias y años de comienzo de la inversión (año de inicio del fondo). Lograr la diversificación no es fácil, ya que depende del momento en que los fondos de diversos tipos están reuniendo capital, así como de la calidad de las relaciones del inversionista con los gestores. Las carteras institucionales del mercado privado suelen contener entre 15 y 25 fondos, lo que permite una fuerte diversificación en las dimensiones que se indican a continuación sin diluir los rendimientos ni crear desafíos de supervisión de la cartera:

1. La diversificación de la estrategia reduce la dependencia de cualquier exposición a factores o estrategias individuales.
2. La diversificación geográfica limita la dependencia de una economía o región única.
3. La diversificación de los gestores reduce el riesgo de sobreexposición a los sesgos de cualquier gestor único de fondos.
4. La diversificación de años de comienzo de la inversión garantiza a los inversionistas una exposición al conjunto de oportunidades y a las condiciones de mercado a lo largo del tiempo, para mitigar la varianza de rentabilidad entre los fondos emitidos en diferentes años (fig. 7).

Fig. 7: Importancia de un plan de despliegue de capital diversificado y coherente

Ejemplo ilustrativo de construir una exposición al capital riesgo, en % de la cartera global



Fuente: UBS, Pitchbook. Las zonas coloreadas representan el desarrollo del NAV de cada fondo de PE en los distintos años de comienzo de la inversión. Supuesto de compromiso de un fondo por año. Para obtener más información, consulte "allocating to private equity in a multi-asset portfolio", publicado el 20 de julio de 2020.

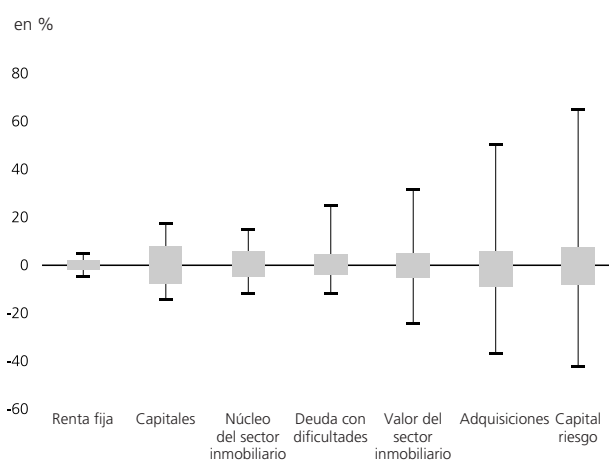
- **Construir exposición a los mercados privados es un proceso largo.** La mayoría de los fondos enfocados en los mercados públicos son de tipo abierto, lo que significa que cualquier persona tiene la capacidad de invertir en cualquier momento, lo que facilita la consecución de carteras totalmente invertidas casi inmediatamente. Sin embargo, suelen tardar años en aumentar una

exposición a los mercados privados bien diversificada. Después de establecer una asignación objetivo, un inversionista debe obtener fondos para la inversión, sin embargo, los gestores de sus estrategias y zonas geográficas preferidas pueden no estar recaudando capital en el mismo calendario. La diversificación a lo largo de los años de comienzo de la inversión amplía este proceso. Incluso después de que los inversionistas seleccionen y comprometan capital a los fondos, los gestores solo desplegarán gradualmente ese capital en periodos de inversión plurianuales. El tiempo y el esfuerzo necesario para construir correctamente estas asignaciones significa que los inversionistas deben comprometerse con las asignaciones del mercado privado a largo plazo. Observamos que los inversionistas tienen formas de acelerar este proceso a través de estructuras secundarias o semilíquidas.

- **Mantener una exposición constante es difícil.** Dada la imprevisibilidad de los flujos de efectivo de los mercados privados, gestionar una cartera de mercados privados pro-forma para garantizar una exposición de inversión coherente y constante puede ser difícil. Para mantener los niveles de asignación en el mercado privado cercanos al objetivo, los inversionistas deben redistribuir continuamente las distribuciones a fondos de mercados privados existentes o nuevos, lo que requiere una sólida relación con los gestores y un seguimiento continuo de los calendarios de recaudación de fondos de los gestores de primer nivel.
- **La selección de gestores de inversiones es importante.** La selección de gestores tiene un impacto significativo en el rendimiento de los mercados privados, como demuestra la gran diferencia entre los fondos de mercados privados del cuartil superior y del inferior. Cada fondo tiene una cartera distinta y las posiciones raramente se comparten con otros gestores. Esto refuerza la importancia de la selección de gestores. En la figura 8 se muestra que el diferencial entre los fondos del mercado privado de primer y último cuartil es generalmente mayor que el de los fondos de capital público y de renta fija. La rentabilidad también difiere considerablemente entre los fondos de diferentes años de comienzo de la inversión.
- **El acceso a los mejores gestores es limitado.** Los fondos de mercados privados gestionados por los mejores gestores tienden a limitar la capacidad (tamaño del fondo), tienen altos niveles de inversión mínima y requisitos de patrimonio neto y a menudo están sobre suscritos, lo que significa que los gestores de fondos pueden ser muy selectivos sobre quién puede invertir. La capacidad de estos fondos suele ser limitada o incluso no está disponible para cualquier persona, excepto para los socios comanditarios recurrentes a largo plazo. Por lo tanto, es importante establecer relaciones sólidas con este nivel de gestores, o un acceso similar a través de un intermediario, para que los inversionistas se

posicionen para obtener los rendimientos históricamente atractivos de una asignación a los mercados privados.

Fig. 8: Dispersión de los rendimientos de los fondos de los gestores públicos frente a los privados



Fuente: Pitchbook, Bloomberg, UBS. Dispersión de la rentabilidad de los fondos en relación con la rentabilidad media. Referencias de datos de 1995 a 2018 para los fondos de mercados privados, y de 1995 a 2021 para los fondos tradicionales de capital y renta fija. Datos a agosto de 2022.

Formas de invertir en mercados privados

Los inversionistas tienen diversas opciones para incorporar los mercados privados en sus carteras. Cada inversionista debe decidir individualmente qué enfoque es adecuado en función del tamaño, el nivel de experiencia, la preferencia por el control y el grado de tiempo y participación deseados.

- Los inversionistas pueden realizar **inversiones directas** en empresas y activos. Sin embargo, esto requiere un alto nivel de experiencia para evaluar los méritos y los riesgos de las empresas de distintos sectores. Esto también requiere mayor escala y puede ser oneroso al tratar de alcanzar la diversificación.
- Los inversionistas pueden **coinvertir** con el socio general responsable de la gestión. Esto implica que los inversionistas tienen la oportunidad de invertir en empresas junto con gestores de fondos privados específicos.
- Los inversionistas pueden convertirse en socios comanditarios en **los fondos primarios de los mercados privados**. El gestor del fondo se encargará de obtener y ejecutar inversiones, la diversificación de la cartera y la gestión activa del riesgo y de la cartera. Los fondos de mercados privados suelen requerir una inversión mínima elevada, lo que significa que los inversionistas deben garantizar el acceso a una sólida red de gestores de fondos.
- Los inversionistas más pequeños podrían invertir en **fondos subordinados**, abiertos a una base de

inversión mucho mayor. Los inversionistas se benefician de un enfoque institucional, ya que los bancos privados suelen utilizar los fondos para agregar los intereses de los inversionistas en una única inversión mayor en un fondo de mercado privado. Esto requiere comisiones adicionales por parte de los inversionistas.

- **Los fondos de fondos** agrupan el capital de los inversionistas para crear una cartera diversificada de fondos del mercado privado y pueden resultar interesantes para los inversionistas principiantes. Los inversionistas ceden el control a profesionales con experiencia institucional que pueden ofrecer exposición a gestores de primer nivel de difícil acceso.
- **Las inversiones secundarias** tienen lugar cuando un comprador compra activos privados existentes. El mercado secundario permite a los socios comanditarios realizar una salida temprana y a los inversionistas entrantes comprar activos privados a menudo con descuento y más adelante en su ciclo de rendimiento, mitigando el efecto de la curva J.
- Los **fondos semilíquidos** son estructuras abiertas que ofrecen a los inversionistas la opción de suscribir y reembolsar acciones de capital riesgo de forma periódica. Los compradores invertirían en una cartera existente de activos que generen ingresos inmediatamente. A diferencia de los fondos cerrados, no existe ningún efecto en la curva J. Los periodos de bloqueo inicial, las líneas de compromiso y las restricciones de entrada a nivel de inversionista o de fondo pueden seguir aplicándose.

Riesgos de invertir en fondos de mercados privados

Los inversionistas en fondos privados de mercado deben tener en cuenta los siguientes riesgos. Muchos de estos factores pueden trabajar a favor de los inversionistas, siempre y cuando las expectativas de los inversionistas y los gestores se fijen de forma adecuada.

- **Falta de liquidez.** Al invertir en un fondo de mercados privados, los inversionistas deben estar preparados para aceptar una falta de liquidez significativa. Esta falta de liquidez es lo que permite acceder a mercados más ineficientes. Por otro lado, los inversionistas no pueden esperar acceder a su capital o recibir distribuciones con cierta regularidad. Su única opción posible para obtener liquidez es intentar vender sus acciones en el mercado secundario, donde es posible que no haya ninguna oferta, o que tengan que vender con un importante descuento sobre el valor razonable, si es que el gestor del fondo lo permite.
- **Flujos de caja inciertos.** El importe y el calendario del flujo de caja quedan a discreción del gestor. El LP necesita financiar una "solicitud de capital" en un plazo determinado. Los flujos de caja imprevisibles se

aplican a las solicitudes de capital en fase inicial, así como a las distribuciones a los inversionistas en fases posteriores

- **Comisiones.** Los gestores de fondos de mercados privados cobran tanto comisiones de gestión (normalmente entre el 1.5% y el 2.0%) como comisiones de incentivo (normalmente entre el 15% y el 20%). Estos niveles son elevados en comparación con los fondos de activos tradicionales, pero la comisión de incentivo ayuda a alinear los objetivos, ya que el gestor solo cobra si el inversionista consigue una rentabilidad atractiva. La mayoría de los fondos especifican un obstáculo o una rentabilidad preferente por debajo del cual el gestor no recibe el pago de incentivos.
- **Falta de control:** Los inversionistas en fondos del mercado privado ceden el control sobre las decisiones de inversión, el ritmo de las inversiones y las salidas, las cuestiones estratégicas y operativas y otras decisiones importantes al gestor de fondos externo. Si bien esto elimina la capacidad de los inversionistas de "votar y expresar inconformidad" para expresar su descontento con el gestor, ceder el control le otorga al gestor las herramientas necesarias para buscar un rendimiento superior para los inversionistas.
- **Riesgo de "blind pool".** Los inversionistas deben comprometerse previamente con los fondos de los mercados privados, sin saber cuáles serán las inversiones subyacentes. Esto se conoce como riesgo de "blind pool". Esta dinámica puede mitigarse a través de la familiaridad con el socio general y su historial, así como con la debida diligencia.
- **Divulgación limitada.** La divulgación del rendimiento de las inversiones subyacentes es periódica y puede ser más limitada, ya que los gestores necesitan tiempo y flexibilidad para trabajar con las empresas subyacentes y se centran en la creación de valor a largo plazo. Asimismo, la evaluación de los activos privados implica la subjetividad y las hipótesis, por lo que puede no ser necesariamente indicativa de la rentabilidad o potencial a largo plazo.
- **Uso del apalancamiento.** No se trata de un riesgo general. Ciertas estrategias de los mercados privados, como la compra de acciones, utilizan un apalancamiento significativo que supone un riesgo potencial de impago si la empresa sufre tensiones, pero muchas estrategias del PM no implican ningún apalancamiento. El apalancamiento prudente en la situación adecuada ha demostrado históricamente ayudar a mejorar las rentabilidades sin un riesgo gradual significativo.

Anexo

Definiciones seleccionadas

- **Correlación:** el grado en que las fluctuaciones de una variable son similares a las de otra.
- **Apalancamiento:** el uso de capital prestado o instrumentos para aumentar la rentabilidad potencial (pero también posibles pérdidas) de una inversión, un ejemplo simple es una hipoteca utilizada en transacciones inmobiliarias.
- **Fondos de adquisiciones apalancadas:** una estrategia de capital riesgo que utiliza capital prestado para obtener el control de una empresa.
- **Primas de liquidez:** la prima que un inversionista puede exigir en función de la dificultad de convertir el valor subyacente en efectivo.
- **Múltiplos:** término que mide algunos aspectos del bienestar financiero de una empresa, determinado dividiendo una métrica por otra métrica. La métrica del numerador es típicamente mayor que la del denominador, porque la métrica superior suele ser muchas veces mayor que la métrica inferior.
- **Expansión múltiple:** describe la forma en que un indicador de evaluación particular aumenta para reflejar un valor mayor asignado a una inversión subyacente.
- **Valor agregado:** describe los gestores de operaciones, negocios o mejoras estructurales del mercado privado que se buscan a través de inversiones de cartera subyacentes.
- **Flujos de caja:** el flujo de caja es el importe neto de efectivo y equivalentes de efectivo que se transfieren dentro y fuera de un fondo.
- **Equivalente del Mercado Público (Public Market Equivalent, PME):** un método que convierte las rentabilidades del mercado público en un índice de referencia que puede compararse con los rendimientos del mercado privado.
- **TIR:** un método de rentabilidad utilizado para evaluar las inversiones en el mercado privado y refleja el tipo de descuento al que el valor actual del flujo de caja futuro de una inversión es igual al costo de la inversión.
- **Rentabilidades agrupadas:** un método de rentabilidad que representa la rentabilidad neta calculada sobre el conjunto de todos los flujos de caja y valores de mercado según lo informado por los gestores de fondos individuales en sus informes trimestrales y anuales, después de comisiones de gestión, gastos y comisiones de rentabilidad.
- **Múltiplo teórico de la inversión (Total Value to Paid In, TVPI):** un indicador de rentabilidad que describe el capital total distribuido de nuevo al inversionista + valor residual dejado en el fondo dividido por el capital invertido.
- **Salida:** periodo de tiempo en el que un inversionista puede convertir las participaciones en efectivo que se liquidará durante un período de tiempo determinado.
- **OPI - Oferta Pública Inicial (Initial Public Offering, IPO):** la primera venta de acciones por parte de una empresa privada al público. También se conoce como una "oferta pública inicial".
- **Desviación estándar:** una medida del grado de variación de los valores individuales con respecto a la media de la distribución. Cuanto mayor sea la cifra, mayor será el riesgo.
- **Polvo seco:** se refiere a las reservas de efectivo que mantiene una empresa de mercados privados para cubrir futuras obligaciones, comprar activos o realizar adquisiciones.

- **Curva J:** ilustra un periodo de flujos de caja negativos iniciales (contribuciones) hacia flujos de efectivo positivos (distribución al inversionista) a lo largo de un periodo de tiempo.
- **Patrocinador:** el socio general en una sociedad limitada que organiza e inscribe a los inversionistas.
- **Compras secundarias:** describe una venta entre empresas del mercado privado
- **Venta comercial/venta estratégica:** describe la venta de una empresa a otra que opera en un sector similar.
- **Deuda senior:** préstamos o títulos de deuda que tienen derecho a reclamar antes que las obligaciones subordinadas y el capital sobre los activos de una empresa en caso de liquidación.
- **Deuda subordinada:** préstamo o valor que se clasifica por debajo de otros préstamos o valores en relación con derechos sobre activos o beneficios. En caso de impago del prestatario, los acreedores que posean deuda subordinada no recibirán el pago hasta después de que los titulares de la deuda principal hayan sido pagados en su totalidad.
- **Año de comienzo de la inversión:** es el año en el que la primera afluencia de capital de inversión se entrega a un proyecto o empresa. Esto marca cuando el capital es aportado por el capital riesgo, un fondo de capital riesgo o una asociación que retira de sus inversionistas.
- **Fusiones y adquisiciones (Mergers and Acquisitions, M&A):** fusiones y adquisiciones es un término general que se refiere a la consolidación de empresas o activos a través de diversos tipos de transacciones financieras. Las fusiones y adquisiciones pueden incluir una serie de operaciones diferentes, como fusiones, adquisiciones, consolidaciones, ofertas de licitación, compra de activos y adquisiciones de gestión.
- **Blind pool:** dinero recaudado de varias personas que se depositan en un fondo y se invierte para su beneficio. Se deja sin especificar qué propiedades deben ser adquiridas.
- **Economía unitaria:** una medida de los ingresos y costos directos sobre una base unitaria para un modelo de negocio particular.
- **Participación minoritaria:** refleja una participación no dominante que es inferior al 50% de una entidad concreta.
- **Spin off:** describe la separación de una empresa independiente de una sociedad matriz más grande.
- **Disposiciones de control:** diseñadas para proporcionar un nivel de influencia en asuntos operativos y empresariales significativos.
- **Derechos de reembolso:** otorga a los inversionistas el derecho a obligar a una empresa a recomprar sus acciones después de un periodo de tiempo.
- **Riesgo idiosincrásico:** riesgo asociado a un conjunto estrecho de factores relacionados con una empresa particular. Riesgo poco asociado al riesgo general del mercado.
- **Derecho de acompañamiento:** proporciona a un accionista minoritario el derecho a participar en la venta de una empresa que está iniciada por un accionista mayoritario.

Anexo

Las opiniones de inversión de UBS Chief Investment Office ("CIO") son elaboradas y publicadas por Global Wealth Management, una división de UBS Switzerland AG (regulada por la FINMA en Suiza) o sus entidades asociadas ("UBS").

Las perspectivas de inversión se han elaborado de conformidad con los requisitos legales diseñados para promover la **independencia del análisis de inversión**.

Análisis genérico de inversiones – Información sobre riesgos:

Esta publicación reviste carácter **meramente informativo** y no tiene como fin constituir una oferta o invitación a ofrecer, comprar o vender ninguna inversión ni ningún otro producto específico. El análisis que aquí figura no constituye una recomendación personal ni tiene en cuenta los objetivos de inversión, las estrategias de inversión ni la situación y las necesidades financieras particulares de ningún destinatario en concreto. Este se basa en numerosos supuestos. Unos supuestos diferentes podrían dar lugar a resultados sustancialmente distintos. Algunos productos y servicios están sujetos a restricciones legales y no pueden ofrecerse en todo el mundo de forma ilimitada o pueden no ser elegibles para venderse a todos los inversionistas. La información y las opiniones que aquí figuran se han obtenido de fuentes que se consideran fiables y de buena fe. Esto no supone una declaración o garantía explícita o implícita de su exactitud o integridad (exceptuando las relacionadas con UBS). La información y las opiniones, así como los pronósticos, las estimaciones y los precios de mercado indicados, están actualizados a la fecha de este informe y están sujetos a cambios sin previo aviso. Las opiniones aquí expresadas pueden diferir o contradecir aquellas expresadas por otras divisiones o áreas de negocio de UBS, como resultado del uso de supuestos y/o criterios diferentes.

En ninguna circunstancia podrá utilizarse el presente documento o la información que contiene (incluidas las previsiones, el valor, el índice u otro importe calculado ["Valores"]) para cualquiera de los siguientes fines: (i) valoración o fines contables; (ii) para determinar los importes adeudados o por pagar, el precio o el valor de cualquier instrumento financiero o contrato financiero; o (iii) para medir el rendimiento de cualquier instrumento financiero, incluido, sin que la enumeración sea exhaustiva, con el fin de replicar la rentabilidad o el rendimiento de cualquier Valor o de definir la asignación de activos de la cartera o de calcular las comisiones de rentabilidad. Al recibir este documento y la presente información, se considerará que usted declara y garantiza a UBS que no utilizará este documento ni se basará en esta información para ninguno de los fines citados anteriormente. UBS y cualesquiera de sus administradores o empleados podrán tener derecho en cualquier momento a mantener posiciones largas o cortas en los instrumentos de inversión mencionados en el presente documento, realizar operaciones que impliquen instrumentos de inversión pertinentes en calidad de titular o agente, o prestar cualesquiera otros servicios o tener agentes que actúen como administradores, bien para/por cuenta del emisor, del propio instrumento de inversión o para/por cuenta de cualquier empresa vinculada comercial o financieramente con tales emisores. En cualquier momento, las decisiones de inversión (incluidas la compra, la venta o la tenencia de valores) tomadas por UBS y sus empleados pueden diferir de las opiniones expresadas en las publicaciones de análisis de UBS o ser contrarias a ellas. Es posible que algunas inversiones no sean fácilmente realizables, ya que el mercado de los títulos es ilíquido y, por tanto, valorar la inversión e identificar el riesgo al que está expuesto puede ser difícil de cuantificar. UBS se basa en barreras de información para controlar el flujo de información contenida en uno o varios ámbitos de UBS, en otras áreas, unidades, divisiones o filiales de UBS. La negociación de futuros y opciones no es adecuada para todos los inversionistas, ya que existe un riesgo sustancial de pérdida, y pueden producirse pérdidas superiores a una inversión inicial. La rentabilidad pasada de una inversión no es garantía de su rentabilidad futura. Previa petición, se pondrá a disposición de los interesados información adicional. Algunas inversiones pueden sufrir grandes y repentinas caídas de valor y, en el momento de su realización, podría recibir menos de lo invertido o tener que pagar más. Las variaciones de los tipos de cambio pueden tener un efecto adverso sobre el precio, el valor o los ingresos de una inversión. Los analistas responsables de la elaboración de este informe podrán interactuar con el personal de la mesa de negociación, el personal de ventas y otros sectores con el fin de reunir, sintetizar e interpretar información de mercado.

El tratamiento fiscal depende de las circunstancias individuales y puede estar sujeto a cambios en el futuro. UBS no ofrece asesoramiento jurídico o fiscal y no realiza declaraciones en relación con el tratamiento fiscal de los activos o la rentabilidad de la inversión, ya sea con carácter general o en relación con las circunstancias y necesidades específicas del cliente. Necesariamente, no podemos tener en cuenta los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades particulares de nuestros clientes, por lo que le recomendamos que se procure asesoramiento financiero o fiscal sobre las implicaciones (incluidas las fiscales) de invertir en cualesquiera de los productos aquí mencionados.

Este material no podrá reproducirse ni podrán distribuirse copias sin la autorización previa de UBS. Salvo acuerdo en contrario por escrito, UBS prohíbe expresamente la distribución y la transmisión de este material a terceros por cualquier motivo. UBS no acepta responsabilidad alguna por posibles reclamaciones o demandas presentadas por terceros en relación con el uso o la distribución de este material. Este informe deberá distribuirse únicamente de acuerdo con las circunstancias permitidas por la legislación aplicable. Para obtener información sobre las formas en las que CIO aborda los conflictos y mantiene la independencia de sus opiniones de inversión y oferta de publicaciones, y las metodologías de análisis y de calificación, puede visitar www.ubs.com/research. Puede solicitar a su asesor personal información adicional sobre los autores que han colaborado en esta publicación y otras publicaciones de CIO a las que se haga referencia en este informe, así como copias de informes anteriores sobre este tema.

La inversión en opciones y futuros no es recomendable para todos los inversionistas, operar con estos instrumentos conlleva riesgos y ello podría ser apropiado solamente para inversionistas sofisticados. Para obtener una descripción completa de los riesgos relacionados con las opciones, deberá consultar "Las características y los riesgos de las opciones estandarizadas" antes de comprar o vender opciones. Puede leer el documento en <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> o solicitar una copia a su asesor financiero.

La inversión en productos estructurados entraña riesgos considerables. Recomendamos leer el material de oferta correspondiente para obtener un análisis detallado de los riesgos de invertir en cualquier producto estructurado en particular. Las inversiones estructuradas son obligaciones sin garantía de un emisor dado, con una rentabilidad ligada al rendimiento de un activo subyacente. Dependiendo de los términos y las condiciones de la inversión, los inversionistas podrían perder la totalidad o una parte sustancial de su inversión según el rendimiento del activo subyacente. Por otro lado, los inversionistas también podrían perder toda su inversión si el emisor se declara insolvente. UBS Financial Services Inc. no garantiza en modo alguno las obligaciones o la situación financiera de ningún emisor ni la precisión de la información financiera que suministre ningún emisor. Las inversiones estructuradas no son inversiones tradicionales e invertir en un producto estructurado no equivale a invertir directamente en el activo subyacente. La liquidez de las inversiones estructuradas puede ser limitada o nula y los inversionistas deberían estar preparados para mantenerlas hasta su vencimiento. La rentabilidad de las inversiones estructuradas puede estar limitada a una ganancia máxima, tasa de participación u otra condición. Las inversiones estructuradas pueden incluir opciones de compra y, si los inversionistas ejercen ese derecho de forma anticipada,

dejarían de obtener una rentabilidad y es posible que no pudieran volver a invertir en inversiones similares en condiciones similares. Las inversiones estructuradas incluyen costos y comisiones que generalmente se incluyen en el precio de la inversión. El tratamiento fiscal de una inversión estructurada puede ser complejo y puede diferir del de una inversión directa en el activo subyacente. UBS Financial Services Inc. y sus empleados no proporcionan asesoramiento fiscal. Se recomienda a los inversionistas que consulten sobre su situación tributaria con su propio asesor fiscal antes de invertir en cualquier título.

Información importante sobre las estrategias de inversión sostenible: Las estrategias de inversión sostenible tienen como objetivo considerar e integrar el análisis de los factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en el proceso de inversión y la construcción de las carteras. Las estrategias en las diferentes geografías y estilos ejecutan el análisis de ASG e incorporan los hallazgos de diferentes maneras. La integración de factores ASG o consideraciones de inversión sostenible puede inhibir la capacidad del gestor de carteras de participar en ciertas oportunidades de inversión que de otro modo coincidirían con su objetivo de inversión y otras estrategias principales de inversión. Las rentabilidades de las carteras que constan principalmente de inversiones sostenibles pueden ser más altas o más bajas que las de carteras que no tienen en cuenta los factores ASG, las exclusiones y otros problemas de sostenibilidad, y las oportunidades de inversión disponibles para tales carteras pueden ser diferentes. Las empresas podrían no alcanzar necesariamente los estándares de alto rendimiento en todos los aspectos ASG o en cuestiones de inversión sostenible. Tampoco hay garantías de que las compañías cumplan las expectativas en relación con la responsabilidad social, la sostenibilidad o la rentabilidad con impacto.

Gestores de activos externos/Consultores financieros externos: En caso de que este análisis o publicación se haga llegar a gestores de activos externos o a consultores financieros externos, UBS prohíbe expresamente que cualquiera de ellos distribuya este material a sus clientes o a terceros.

EE. UU.: Este documento no está destinado a su distribución en EE. UU. o a personas estadounidenses.

Para obtener información por países, visite ubs.com/cio-country-disclaimer-gr o pregunte a su asesor personal para obtener la cláusula de exención de responsabilidad completa.

Versión B/2022. CIO82652744

© UBS 2022. El símbolo de las llaves y UBS son marcas registradas y no registradas de UBS. Todos los derechos reservados.