

GESTIÓN DE LA VOLATILIDAD Y LA FALTA DE LIQUIDEZ EN LOS MERCADOS PRIVADOS

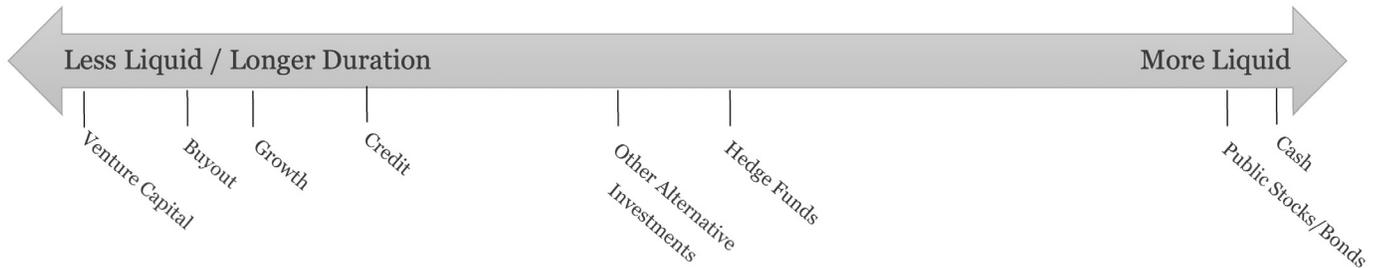
13 DE SEPTIEMBRE DE 2022

La reciente volatilidad de los mercados públicos ha provocado inquietud entre los inversores. Anteriormente, hemos opinado sobre la importancia que tiene la selección de gerentes y estrategias que puedan proporcionar flujos de retorno diferenciados, factores que estén menos expuestos a las recesiones económicas y filosofías menos propensas a movimientos cruciales del mercado (por ejemplo, menor apalancamiento, análisis de riesgo conservador, etc.). Sin embargo, incluso antes de centrarse en la selección de gestores y estrategias, los inversores deben asegurarse de que la política de asignación de activos sea adecuada, revisada y reequilibrada, y alineada con el riesgo/rentabilidad y la tolerancia a la falta de liquidez.

La selección de gerentes es muy importante, particularmente en los mercados privados. La dispersión entre los administradores del cuartil superior e inferior es significativamente mayor que en comparación con los administradores del mercado público, dado que los mercados privados son un mercado menos eficiente. Por ejemplo, sobre la base de un plazo de 10 años que finaliza, la dispersión del administrador entre el rendimiento del cuartil superior e inferior en capital de riesgo fue del 31,5 %.¹ A pesar de esta consideración, la política de asignación de activos debe ser el primer paso en la implementación de un portafolio de inversión. Amplios estudios de más de 90 grandes planes de pensión de EE. UU. sugieren que más del 90 % del rendimiento del portafolio se explica por la política de asignación de activos.² Eso significa que menos del 10 % de la contribución de inversión del portafolio proviene de la sincronización del mercado y la selección de valores, lo que hace que la política de asignación de activos sea ~10 veces más importante para los rendimientos del portafolio en comparación con la sincronización del mercado y la selección de valores. Otros estudios sugieren una menor contribución de la asignación de activos, pero la realidad sigue siendo que la política de asignación de activos es de suma importancia.

La política de asignación de activos se adapta en gran medida a la tolerancia al riesgo y las necesidades de liquidez del cliente. En tiempos de volatilidad del mercado, particularmente cuando la volatilidad es a la baja, los inversores a menudo se dan cuenta de que su verdadera tolerancia al riesgo no es la que se refleja en el portafolio hasta que hay caídas en el mercado. Las reducciones del mercado público pueden ser particularmente preocupantes debido a lo que se conoce como el “efecto denominador”. Esto ocurre cuando el saldo del portafolio del mercado público de un inversionista disminuye significativamente en relación con su portafolio del mercado privado durante una recesión del mercado, lo que hace que su asignación al mercado privado comprenda un porcentaje mayor de su portafolio general. Dada la falta de liquidez de los mercados privados, es comprensible que los inversores se preocupen por su posición de liquidez una vez que se establece el efecto denominador.

El primer paso que debe tomar un inversionista es comprender el espectro de liquidez de su portafolio de inversiones y asegurarse de que la asignación sea consistente con las necesidades de liquidez. A continuación se ilustra en un nivel alto el rango del espectro de liquidez.



Las asignaciones de los mercados privados deben ser especialmente coherentes con la tolerancia a la falta de liquidez, ya que una vez invertida, la única salida hasta que haya una distribución de la inversión es a través de los mercados secundarios, lo que requerirá un descuento sobre el valor. Sin embargo, hay matices incluso dentro de las inversiones ilíquidas dadas las diferencias en los términos de los fondos. Por ejemplo, aproximadamente el 80 % de los fondos de capital de riesgo siguen activos después del año 12 de la vida del fondo, mientras que algunos fondos de crédito privados tienen períodos de inversión de 18 a 24 meses y vidas totales de 3 a 5 años. Construir un portafolio de mercado privado es un arte y una ciencia en torno a flujos de retorno diversificados, pero también el espectro de liquidez. Los inversores también deben considerar las fuentes y usos de efectivo fuera de su portafolio de inversiones. A menudo, durante las recesiones del mercado o la volatilidad general, los negocios operativos u otros flujos de

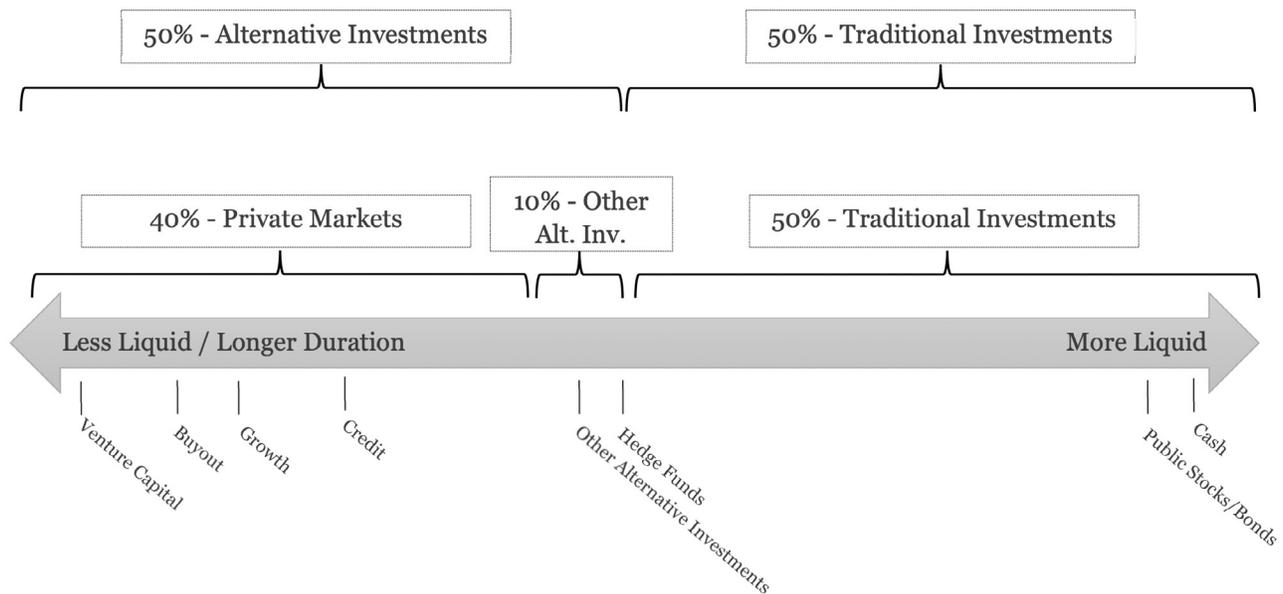


ingresos también podrían correlacionarse con el mercado más amplio, lo que aumenta aún más la liquidez, por lo que se recomienda un enfoque holístico para la planificación de la liquidez.

Como se mencionó anteriormente, la política de asignación de activos de un inversor debe adaptarse en gran medida a los objetivos, la tolerancia al riesgo, las necesidades de liquidez, etc. de la persona. Para ilustrar cómo se puede estructurar un portafolio con un rango variable de liquidez, una suposición básica razonable podría ser 50/50 % dividido entre inversiones “tradicionales” y “alternativas”. Las inversiones tradicionales se consideran las más líquidas y la mayoría de los fondos de acciones y bonos ofrecen liquidez diaria. Sin embargo, aunque son los más líquidos, estos activos se consideran los más volátiles debido a que son un mercado eficiente y de precios frecuentes. Las inversiones alternativas incluyen capital privado, crédito privado, activos inmobiliarios privados, fondos de cobertura, fondos de inversión en bienes raíces (“REIT”), empresas de desarrollo comercial (“BDC”), criptomonedas, préstamos y una amplia gama de no-tradicionales o inversiones “alternativas”.

La liquidez dentro de las inversiones alternativas puede variar significativamente. Dentro de los mercados privados, el capital de riesgo es la clase de activo de mayor duración con una vida útil de los fondos de más de 15 años, mientras que ciertas estrategias de crédito privado podrían tener una vida útil de los fondos de 3 a 5 años. Hay un subconjunto de estrategias que tienen liquidez en algún lugar entre los mercados privados y los fondos de mercado tradicionales altamente líquidos. La mayoría de los fondos de cobertura ofrecen liquidez mensual o trimestral con algún rango de período de aviso para el rescate, a menudo 90 días. Aparte de los fondos de cobertura, hay una serie de estrategias de inversión alternativas que ofrecen un perfil semilíquido que proporciona un término medio entre la falta de liquidez de las inversiones privadas y la volatilidad más alta y líquida de los mercados públicos, lo que produce una opción convincente de riesgo/rendimiento. Algunos ejemplos de otras alternativas incluyen REIT no negociables, BDC, préstamos respaldados por activos, arrendamiento de activos tangibles (por ejemplo, aeronaves, marítimo), arrendamiento neto triple de bienes raíces, etc. Estas estrategias a menudo tienen un componente de rendimiento que también aumenta la liquidez en relación con no -rendimiento de inversiones privadas. Una advertencia importante es que si hubiera solicitudes de reembolso significativas a la vez, los fondos pueden “bloquear” los fondos, lo que significa que restringen la liquidez generalmente al 25% del valor del activo neto del fondo por año.

El siguiente gráfico continúa con la asignación de inversión tradicional y alternativa del 50/50%, pero luego distingue entre mercados privados sin liquidez y otras alternativas. Una asignación de referencia podría ser del 40 % en los mercados privados y del 10 % en otras alternativas, dependiendo de las circunstancias específicas del inversionista. La asignación de muestra ofrece la posibilidad de tener un portafolio diversificado de flujos de retorno únicos, al mismo tiempo que brinda al inversionista un enfoque de liquidez escalonado para la asignación de activos.



Una característica convincente de los mercados privados y otras inversiones alternativas es el perfil de volatilidad relativamente más bajo. Los activos privados generalmente se valoran trimestralmente, y hay matices entre las estrategias en cuanto a si/cuándo se marcan hacia arriba o hacia abajo. Por ejemplo, el capital de riesgo no se puede marcar al alza o a la baja a menos que haya una ronda de financiación. Las metodologías de valoración reducen la volatilidad del mercado día a día, o “ruido”, que de otro modo se podría experimentar en los mercados tradicionales. Si bien el efecto denominador es resultado de la metodología de valoración en los mercados privados, producen un efecto suavizante de la volatilidad.

Desde el punto de vista de la liquidez, el resultado final del portafolio de muestra permite a los clientes compensar algo de la volatilidad experimentada en los mercados públicos, al tiempo que agrega flujos de retorno únicos y no correlacionados, al mismo tiempo que proporciona diversos grados de liquidez. El enfoque ofrece una opción que se aleja de la pregunta binaria



de “compra versus venta” en los mercados públicos durante tiempos inciertos. Por ejemplo, si la opinión es que el mercado se encuentra actualmente en un repunte del mercado bajista, uno podría continuar participando en los mercados a través de otra inversión alternativa semilíquida, que suaviza la volatilidad del portafolio hasta que el inversor se sienta más seguro agregando más posiciones de mercado direccionales y tradicionales.

Aunque la volatilidad del mercado puede ser estresante, durante estos momentos los inversores pueden obtener una apreciación introspectiva de la asociación entre el riesgo y la recompensa en los mercados financieros y los tipos de inversión específicos. Comprender el riesgo/rendimiento de cada posición subyacente permite evitar un portafolio excesivamente concentrado de activos de rendimiento similar con exposición superpuesta y aditiva a ciertos factores de riesgo. Por ejemplo, las empresas de alto crecimiento se desempeñaron extremadamente bien durante el entorno de tasas de interés ultrabajas durante la última década, y particularmente bien durante la recuperación de Covid. Observar el fuerte aumento de las valoraciones y, por lo tanto, los rendimientos de estos activos de alto crecimiento desencadena el mismo efecto denominador dentro del portafolio de acciones públicas de un inversor. Después de un repunte significativo del crecimiento del mercado, el inversionista podría estar demasiado expuesto a los factores de crecimiento y, por lo tanto, verse afectado negativamente cuando cambien las condiciones del mercado, como se mostró durante la primera mitad de 2022. Estas grandes oscilaciones resaltan la necesidad de disciplina para reequilibrar y adherirse a la política de asignación de activos.

Y, por último, los mercados turbulentos pueden generar inquietudes sobre estrategias específicas dentro de un portafolio. Los mercados volátiles pueden ayudar a los inversores a apreciar que un portafolio diversificado se comporta de manera muy diferente a los activos que contienen. Continuando con el ejemplo del crecimiento, las bajas tasas de interés y la exuberancia del mercado generaron altas valoraciones y, por lo tanto, un sólido desempeño en los activos de crecimiento, pero la caída que comenzó en enero de 2022 demostró que lo que sube también puede bajar. Sin embargo, aunque los activos de crecimiento cayeron, las materias primas y otros activos alternativos obtuvieron mejores resultados. Al alejarse a nivel de portafolio, un portafolio verdaderamente diversificado estará protegido contra reducciones violentas.



La volatilidad del mercado puede ser estresante. Creemos que la planificación anticipada de las necesidades de liquidez, la implementación de un portafolio diversificado y el cumplimiento de la política de asignación de activos pueden reducir la volatilidad y, en última instancia, la necesidad y el impulso de salir de posiciones en momentos inoportunos. Los inversores deben revisar su asignación de activos y asegurarse de que el portafolio esté estructurado adecuadamente con estrategias diversificadas, perfiles de volatilidad y distintos niveles de liquidez.

[Haga clic aquí para descargar el PDF.](#)

Fuentes:

- Guía de alternativas de gestión de activos de JPMorgan. 30 de noviembre de 2021.
- Gary P. Brinson, G. P., Hood, L. R., & Beebower, G. L. (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal*, 42(4), 39–44. <http://www.jstor.org/stable/4478947>

Divulgaciones importantes y renuncia de responsabilidad

Este documento es confidencial, está destinado únicamente a la persona a quien se le ha proporcionado y bajo ninguna circunstancia se puede mostrar, copiar, transmitir o entregar una copia a ninguna persona que no sea el destinatario autorizado sin el consentimiento previo por escrito de WE Family Offices. LLC (“WE”). WE no tiene la obligación de actualizar la información contenida en este documento. Cierta información se ha obtenido de fuentes que WE considera confiables, pero no aseguramos ni garantizamos la integridad o precisión de la información.

Los puntos de vista, las opiniones y las recomendaciones expresadas son solo para fines informativos y en un momento dado y están sujetos a cambios sin previo aviso debido a cambios en las condiciones del mercado. Este material no es un consejo de inversión ni una oferta de ningún valor o servicio para la venta y no considera el objetivo de inversión específico, la situación financiera, la idoneidad o las necesidades particulares de ningún destinatario. WE y sus representantes no somos sus asesores de inversión a menos que celebremos un acuerdo de servicios de asesoría por escrito.

Cuando WE brinda asesoramiento de inversión personalizado a sus clientes de forma no discrecional, existe la posibilidad de que dicho asesoramiento de inversión y recomendaciones de inversión no tengan éxito o no cumplan con las expectativas. Las recomendaciones de inversión subjetivas hechas por WE pueden hacer que un cliente incurra en pérdidas o pierda oportunidades de ganancias. Algunas clases de activos pueden ser menos líquidas o brindar menos protección contra varios riesgos que otras clases de activos.

Las inversiones del mercado privado son muy arriesgadas y solo deben incorporarse a un portafolio después de una evaluación cuidadosa de los materiales de oferta de la inversión privada y otra información en consulta con sus asesores legales, tributarios y de inversiones. Las inversiones del mercado privado suelen ser menos líquidas que las inversiones tradicionales y los reembolsos de tales inversiones a menudo implican retenciones y otras restricciones en el momento del reembolso. Las colocaciones privadas, las sociedades limitadas, los fondos de cobertura, los fondos de fondos u otros tipos de estos vehículos de inversión suelen ser ilíquidos, a menudo durante largos períodos de tiempo, es decir, años. Los términos que rigen estas inversiones por



lo general contemplan períodos significativos de notificación de rescate, períodos de bloqueo y retenciones al momento del rescate, restricciones de reventa y otras disposiciones que impiden la pronta liquidación de estas inversiones. Entre los principales riesgos se encuentran la falta de liquidez a largo plazo, la falta de transparencia, la falta de control del vehículo de inversión y decisiones de inversión, y en el peor de los casos, la pérdida total de su inversión.

Los rendimientos de un fondo ilíquido en particular normalmente variarán significativamente durante el ciclo de vida del fondo dependiendo de la estrategia particular del fondo; los rendimientos pueden ser mayores al principio, a la mitad o al final del ciclo de vida del fondo. Por lo tanto, el perfil de rendimiento de un fondo de capital privado durante la vida del fondo será muy diferente al perfil de rendimiento de una estrategia de capital de riesgo, crédito en dificultades o ilíquido secundario.

Ciertas declaraciones contenidas en este documento pueden constituir “declaraciones prospectivas”, que pueden identificarse mediante el uso de terminología prospectiva como “puede”, “hará”, “debería”, “espera”, “anticipa”, “objetivo”, “proyectar”, “estimar”, “intentar”, “continuar” o “creer” o los negativos de los mismos u otra variación de los mismos o terminología comparable. Debido a diversos riesgos e incertidumbres, los eventos o resultados reales o el rendimiento real pueden diferir materialmente de los reflejados o contemplados en dichas declaraciones prospectivas. Las opiniones y estimaciones ofrecidas constituyen nuestro juicio y están sujetas a cambios sin previo aviso, al igual que las declaraciones de las tendencias del mercado financiero, que se basan en las condiciones actuales del mercado.

Esta presentación no constituye la prestación de asesoramiento de inversión, legal o fiscal a ninguna persona. Consulte con su asesor fiscal sobre cualquier implicación fiscal de la información presentada en esta presentación.