

---

## Inversiones ilíquidas en escenarios de crisis: ¿qué nos espera?

---

*Twenty years from now you will be more disappointed by the things that you didn't do than by the ones you did do. So throw off the bowlines. Sail away from the safe harbor. Catch the trade winds in your sails. Explore. Dream. Discover. – Mark Twain<sup>1</sup>*

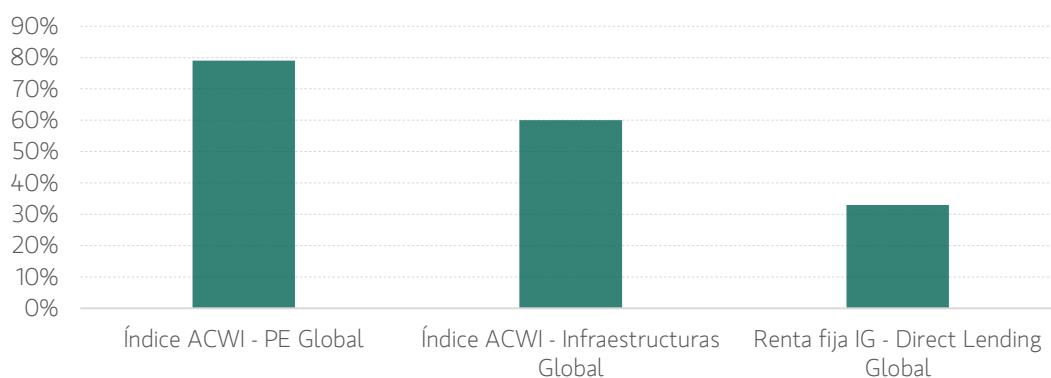
### La protección de la prima de iliquidez

La inversión en economía real trata de aprovechar la prima que, en nuestra experiencia casi centenaria, existe frente a las rentabilidades de las inversiones líquidas. Por su naturaleza, las inversiones en economía real, ilíquidas, ven limitado el impacto en sus valoraciones de los vaivenes del corto plazo, evitan decisiones precipitadas, son desembolsadas en muchos casos de manera progresiva, y ponen en manos de los mejores equipos del mundo la gestión de una estrategia predefinida. Atributos deseables en cualquier circunstancia, pero tanto más cuanto mayor es la incertidumbre. ¿Cómo logran esas virtudes de manera consistente?

Nuestro inversor en activos ilíquidos conoce bien los sacrificios que conlleva esa apuesta por la prima de iliquidez, siempre en proporciones asumibles respecto de su patrimonio líquido: 1) ausencia de mercado en el que deshacer su inversión voluntariamente, 2) plazos medios de recuperación de la inversión generalmente superiores a los 3-4 años, y 3) asunción de riesgo al tratar de obtener rentabilidades superiores al activo libre de riesgo, como en cualquier inversión.

El primero de los sacrificios, vinculado a la ausencia de cotización diaria, constituye un escudo protector para la extracción de la prima de iliquidez. Sostuvimos, sostenemos y sostendremos que las inversiones en activos ilíquidos en ningún caso son inmunes a los vaivenes de la economía real. Del mismo modo, defendemos la protección que supone no contar con un mercado en el que 1) diariamente se pudieran vender nuestras participaciones en un proyecto con subyacente no cotizado, pero que 2) al mismo tiempo incorporara con inmediatez la incertidumbre de los mercados líquidos.

**GRÁFICO 1. CORRELACIÓN RETORNOS TRIMESTRALES 1990 - 2017 <sup>2</sup>**



Si bien la correlación entre activos líquidos e ilíquidos es una realidad<sup>2</sup>, pues ambos están relacionados por la evolución de la economía real, no es menos cierto que el valor que

---

<sup>1</sup> Dentro de 20 años te arrepentirás más de las cosas que dejaste de hacer que de aquellas que llevaste a cabo, así que suelta amarras, aléjate de puertos seguros, aprovecha el viento. Explora. Sueña. Descubre. – Mark Twain.

<sup>2</sup> Correlaciones entre los retornos trimestrales para el período 1990-2017 de entre 79% para renta variable y capital riesgo globales, 33% para renta fija *Investment grade* y financiación alternativa directa globales, o 60% para renta variable e infraestructuras globales. Fuente: Cambridge Associates, MSCI, Bloomberg.

buscamos al invertir en activos ilíquidos, estableciendo una estrategia de entrada, despliegue del plan de inversión y salida, trata de aislarse de los vaivenes temporales de la economía financiera, evitando que coyunturas ajenas al proyecto ilíquido en el que hemos invertido condicionen la desinversión. El comportamiento humano, en ocasiones, es propenso a deshacer inversiones líquidas precisamente en los momentos en los que peores escenarios se dan en los mercados públicos. La iliquidez de las inversiones privadas, por tanto, contiene un componente de protección frente a dicha propensión.

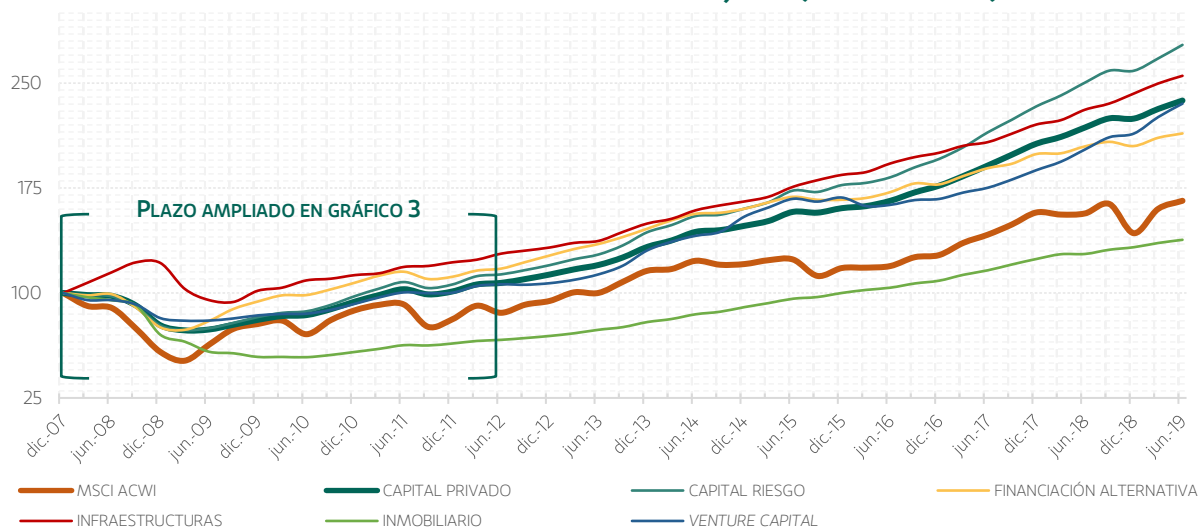
## Inversiones ilíquidas en momentos de turbulencia financiera

Frente a la posible venta en secundario de nuestras inversiones ilíquidas en los momentos de mayor turbulencia en la economía financiera, que implicaría sin duda aplicar descuentos significativos sobre la última valoración disponible, entendemos que debe prevalecer la estrategia centrada en proseguir con el plan de inversión diseñado para el proyecto ilíquido. Esta estrategia tiene mayor valor cuanto mayor es la experiencia de los equipos de inversión y de gestión de los proyectos a la hora de adaptar los planes de inversión establecidos inicialmente a las cambiantes condiciones económicas.

A pesar de que la situación provocada por la extensión del Covid-19 no es similar a crisis pasadas, y que sus consecuencias económicas son difíciles de pronosticar, contamos con datos históricos de la última década, marcada por las fuertes correcciones en los mercados financieros mundiales que marcaron el inicio de la Gran Crisis Financiera (GCF).

Estos datos históricos nos permiten analizar cómo se comportaron los diferentes activos ilíquidos y cuál fue su evolución relativa frente a los activos líquidos en el período comprendido entre mediados de 2007 (máximos de mercados líquidos previos a la GCF) y 2019<sup>3</sup>, y entre mediados de 2007 y principios de 2012<sup>4</sup> (recuperación por parte del capital riesgo de las valoraciones previas a la GCF).

**GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN CLASES DE ACTIVOS DIC'07-JUN'19 (BASE 100 DIC'07)<sup>3</sup>**



<sup>3</sup> Gráfico 2: evolución comparada entre diciembre 2007 y junio 2019 de renta variable cotizada global (representada por el índice MSCI ACWI, incluyendo dividendos), capital privado (amalgama de las diferentes clases de activos ilíquidos globales, distribuidos en 48% capital riesgo, 20% inmobiliario, 10% financiación alternativa, 5% infraestructuras, 13% *venture capital* y 4% recursos naturales), y cada uno de los activos ilíquidos individualizados. Base 100 Diciembre 2007. Fuente: Preqin, MSCI ACWI.

<sup>4</sup> Gráfico 3: evolución comparada entre diciembre 2007 y marzo 2012 para los mismos activos que los incluidos en el gráfico 2. Base 100 Diciembre 2007. Fuente: Preqin, MSCI ACWI.

Podemos ver en el gráfico 2, como, sin duda, las caídas que se produjeron en la economía financiera (representada aquí por el índice de renta variable global MSCI ACWI, línea naranja gruesa) a partir de diciembre de 2007, y la posterior crisis extendida a la economía real, impactaron en las valoraciones de los diferentes activos ilíquidos (el capital privado en general, representado por la línea verde gruesa, así como el resto de activos no cotizados).

Caídas acumuladas en la renta variable global desde máximos de diciembre de 2007 de hasta el 48% en términos trimestrales hasta los mínimos de marzo de 2009, comparan con bajadas en el valor del índice compuesto de capital privado, del capital riesgo y de la financiación alternativa del 26%, de hasta el 34% en las inversiones inmobiliarias, o del 20% en el caso del *venture capital*. Las infraestructuras, en ese mismo período, resistieron con un alza de algo más del 3%.

La renta variable global, desde los mínimos alcanzados en marzo de 2009, vio cómo su valor se multiplicó por 3,2x hasta los máximos de junio 2019, mientras que el capital privado lo hizo

GRÁFICO 3. EVOLUCIÓN CLASES DE ACTIVOS DIC'07-MAR'12 (BASE 100 DIC'07) <sup>4</sup>

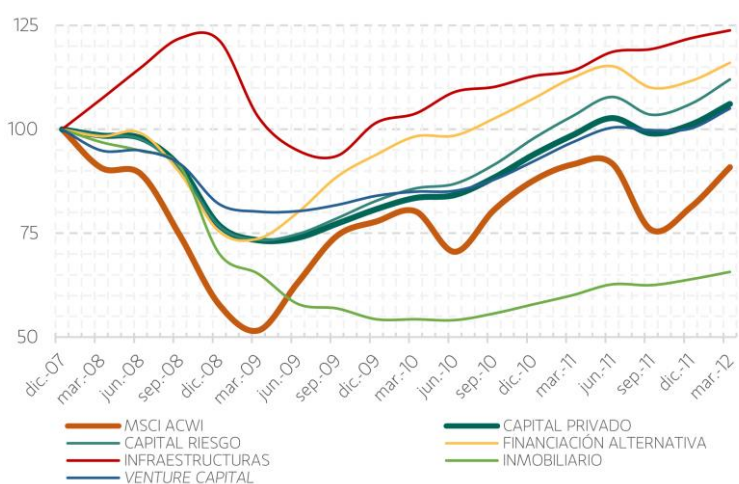
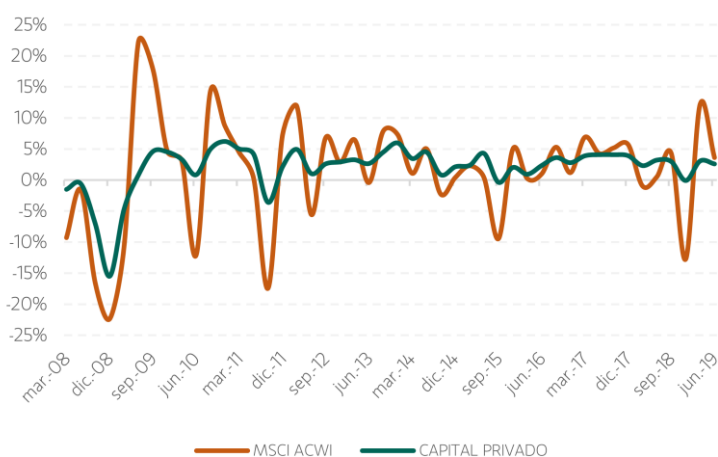


GRÁFICO 4. RETORNOS TRIMESTRALES DIC'07-JUN'19 <sup>5</sup>



en la misma proporción. La clase de activo que más contribuyó dentro del capital privado fue el capital riesgo, que vio multiplicado su valor algo menos de 3,8x. En el gráfico 3 podemos ver, por otro lado, la velocidad de la recuperación de los valores previos a la GCF. En el caso del capital privado esto se logra en junio de 2011 (14 trimestres), con la financiación alternativa (línea amarilla) consiguiéndolo en 11 trimestres, mientras que la renta variable global no recupera los máximos previos hasta 21 trimestres después, en marzo de 2013.

Como decíamos, a pesar de la correlación palpable entre los retornos de los activos líquidos e ilíquidos, la ausencia de cotizaciones diarias para estos últimos les dota de unos retornos más suavizados que en el caso de los activos líquidos. En el gráfico 4<sup>5</sup> comprobamos como, incluso en retornos trimestrales, que suavizan los vaivenes diarios de los activos líquidos, e igualan plazos respecto a la periodicidad habitual de publicación de valoraciones de los proyectos ilíquidos, el capital privado (representado por la línea verde gruesa) tiene una evolución con menos sobresaltos que la renta variable cotizada global (línea naranja gruesa).

Adicionalmente es importante destacar el valor que aporta, al igual que en el caso de los activos líquidos, la diversificación al invertir en activos ilíquidos. Tanto por clases de activos,

<sup>5</sup> Gráfico 4: Retornos trimestre a trimestre del índice de renta variable cotizada global MSCI ACWI y del compuesto de capital privado para el período diciembre 2007 – junio 2019. Fuente: Preqin, MSCI.

que presentan diferentes perfiles de generación de rentabilidad (por apreciación de capital, por reparto de rentas, o por combinación de ambas), como por añadidas.

El concepto de añadida, que indica el año en el que se compromete una inversión en activos ilíquidos, permite tener exposición a la prima de iliquidez sin necesidad de aportar en ese mismo año la totalidad del compromiso. De esta manera, en momentos como el actual, estaremos invertidos en proyectos que están en fase inversora (con capacidad de aprovechar valoraciones más atractivas), en inversiones en fase de desinversión (con posibilidad de esperar a momentos más propicios para vender) y en activos totalmente invertidos en plena fase de desarrollo de estrategia de inversión (con posibilidad de ser readaptada a las nuevas circunstancias).

Una asignación constante a proyectos ilíquidos, diversificada, combinándola con inversiones líquidas, como hemos visto, expone a rentabilidades complementarias a las de la economía financiera, suavizando los vaivenes del patrimonio invertido.

Como conclusión, una de las virtudes de las inversiones ilíquidas reside en su capacidad de soportar las variaciones en el corto plazo en el valor de activos en los que se invierte bajo proyectos de largo plazo.

### **¿Es momento de invertir en activos ilíquidos?**

Evocamos de nuevo la diversificación y la experiencia de los equipos de inversión, dos conceptos que hemos mencionado previamente, a los que añadimos valoraciones y prudencia.

Nos encontramos sin duda en un momento que presenta no pocos retos para cualquier inversor y cualquier tipo de activo, sea líquido o ilíquido. Se nos abren, a su vez, oportunidades para, de la mano de equipos experimentados de inversión, que han pasado por episodios previos de turbulencia financiera invirtiendo con prudencia, aprovechando valoraciones más atractivas de los activos ilíquidos, para construir una asignación diversificada.

Proyectos ilíquidos que comienzan o acaban de comenzar sus períodos de inversión, que contarán con la capacidad de aprovechar las mejores valoraciones, o en activos ya operativos con ingresos asegurados, ofrecen oportunidades como las vistas en momentos convulsos previos.