



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**Family Offices: gestión de la liquidez y compromisos de inversión en mercados
privados en entornos de bajos tipos de interés
TRABAJO FIN DE GRADO**

Autor: Louis Latreille
Director: Cristina Grande Herrera

MADRID | Mayo 2026

RESUMEN

Durante los últimos años, los bajos tipos de interés han influido en las decisiones de inversión de numerosos inversores patrimoniales e institucionales. En este contexto, muchos family offices han aumentado progresivamente su exposición a mercados privados, especialmente a través de inversiones en private equity, infraestructuras y activos inmobiliarios no cotizados, con el objetivo de diversificar sus carteras y buscar nuevas fuentes de rentabilidad.

A diferencia de las inversiones tradicionales en mercados públicos, las inversiones en mercados privados presentan características específicas relacionadas con la liquidez. En este tipo de estrategias, el capital suele aportarse de forma progresiva mediante llamadas de capital (capital calls) realizadas por los gestores de los fondos. Por ello, los inversores deben planificar cuidadosamente sus necesidades futuras de liquidez para poder responder a estos compromisos en distintos contextos de mercado.

Esta situación puede generar tensiones de liquidez, especialmente cuando coinciden varios factores adversos, como caídas en los mercados financieros, retrasos en las distribuciones de fondos privados o dificultades de acceso a financiación externa. En este sentido, la gestión de la liquidez adquiere una importancia central dentro de la estrategia patrimonial de los family offices, ya que afecta tanto a la estabilidad de la cartera como a la capacidad de mantener una estrategia de inversión a largo plazo.

El presente Trabajo de Fin de Grado analiza cómo los family offices pueden estructurar políticas de liquidez capaces de reducir este tipo de riesgos en entornos de bajos tipos de interés. Para ello, el trabajo combina una revisión bibliográfica y documental, un análisis comparativo de distintas herramientas de gestión de liquidez y varios estudios de casos documentales.

El objetivo final del trabajo es proponer un marco de análisis que permita relacionar compromisos de inversión, necesidades de liquidez y mecanismos de control del riesgo desde una perspectiva patrimonial y de largo plazo.

Palabras clave: family offices, liquidez, mercados privados, private equity, capital calls, gestión patrimonial, riesgo de liquidez.

ÍNDICE

1. Introducción
2. Objetivos y preguntas de investigación
3. Marco teórico y conceptual
4. Metodología
5. Gestión de la liquidez en carteras con exposición a mercados privados
6. Estudios de casos documentales y análisis de situaciones de tensión
7. Discusión y análisis general
8. Conclusiones
9. Limitaciones y futuras líneas de investigación
10. Bibliografía
11. Anexos

Lista de abreviaturas

FO: Family Office | SFO: Single-Family Office | MFO: Multi-Family Office

PE: Private Equity | VC: Venture Capital | Infra: Infraestructuras | RE: Real Estate

NAV: Net Asset Value | IPS: Investment Policy Statement

TVPI/DPI: métricas private | PME: Public Market Equivalent | Direct Alpha: alfa vs benchmark público

Unfunded commitments: compromisos no desembolsados | Denominator effect: efecto denominador

1. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años, las economías desarrolladas han experimentado un entorno monetario caracterizado por tipos de interés reducidos y políticas monetarias expansivas. Tras la crisis financiera de 2008 y posteriormente durante el período posterior a la pandemia de COVID-19, numerosos bancos centrales mantuvieron niveles históricamente bajos de tipos de interés con el objetivo de estimular la actividad económica y facilitar las condiciones de financiación (Banco Central Europeo, 2024; Federal Reserve Bank of St. Louis, 2024). Como consecuencia, la rentabilidad ofrecida por numerosos activos tradicionales de renta fija se redujo significativamente (Bank for International Settlements, 2016), impulsando a

numerosos inversores institucionales y patrimoniales a buscar nuevas fuentes de rentabilidad y diversificación.

En este contexto, los mercados privados han adquirido una importancia creciente dentro de las estrategias de inversión patrimonial (UBS, 2025; Campden Wealth y RBC Wealth Management, 2025). Las inversiones en private equity, infraestructuras o activos inmobiliarios no cotizados han atraído el interés de numerosos inversores debido a su horizonte de largo plazo, su menor correlación con determinados activos cotizados y la posibilidad de acceder a oportunidades de inversión menos presentes en mercados públicos. Según el Global Family Office Report de UBS (UBS, 2025), los mercados privados continúan representando una parte creciente de las carteras de numerosos family offices. Este crecimiento refleja no sólo la búsqueda de mayores niveles de rentabilidad esperada, sino también una voluntad de diversificación frente a la volatilidad de determinados mercados cotizados (Bank for International Settlements, 2016; Banco Central Europeo, 2025).

Entre los actores más activos en este tipo de estrategias destacan los family offices, estructuras especializadas en la gestión de grandes patrimonios familiares. Debido a sus horizontes de inversión generalmente amplios y a su capacidad de asumir cierto grado de iliquidez, muchos family offices han incrementado progresivamente el peso de activos privados en sus carteras. Sin embargo, esta evolución también ha introducido nuevos desafíos relacionados con la gestión financiera y la planificación de liquidez. En este sentido, el crecimiento de los activos ilíquidos dentro de las carteras patrimoniales ha transformado progresivamente la naturaleza de determinados riesgos financieros. Mientras que en carteras tradicionales el principal foco suele situarse sobre la volatilidad de mercado, en estrategias con fuerte exposición a mercados privados la planificación de liquidez y la gestión de compromisos adquieren una relevancia cada vez mayor.

A diferencia de los activos cotizados tradicionales, las inversiones en mercados privados suelen estructurarse mediante compromisos de inversión que se desembolsan de manera progresiva a lo largo del tiempo. Diversos trabajos académicos sobre private equity destacan que este tipo de inversiones presenta estructuras financieras y temporales significativamente diferentes a las de los activos cotizados tradicionales (Kaplan y Schoar, 2005). Como consecuencia, los inversores deben gestionar simultáneamente activos líquidos, compromisos futuros y necesidades potenciales de financiación en distintos escenarios de mercado. Este aspecto adquiere especial relevancia en períodos de tensión financiera, cuando pueden

coincidir caídas en los mercados públicos, retrasos en distribuciones de fondos privados y mayores dificultades de acceso a financiación externa.

En este contexto, la gestión de la liquidez deja de ser únicamente una cuestión operativa para convertirse en un elemento central de la estrategia patrimonial. La capacidad de mantener suficientes recursos líquidos sin reducir excesivamente la rentabilidad esperada de la cartera representa uno de los principales retos asociados a la inversión en activos ilíquidos. Por ello, numerosos inversores han desarrollado distintas herramientas y mecanismos destinados a mejorar la planificación financiera y reducir posibles tensiones de liquidez.

Como consecuencia, la gestión de la liquidez ha dejado de ser únicamente una cuestión operativa para convertirse en un elemento estratégico dentro de la gestión patrimonial contemporánea. La capacidad de equilibrar rentabilidad, flexibilidad financiera y exposición a activos ilíquidos constituye actualmente uno de los principales desafíos para numerosos family offices.

El presente Trabajo de Fin de Grado se centra en analizar cómo los family offices pueden estructurar políticas de liquidez capaces de responder a este tipo de desafíos en entornos de bajos tipos de interés. El trabajo busca estudiar la relación entre compromisos en mercados privados, necesidades de liquidez y mecanismos de control del riesgo desde una perspectiva patrimonial y de largo plazo.

Para ello, la investigación combina una revisión bibliográfica y documental, un análisis comparativo de distintas herramientas de gestión de liquidez y varios estudios de casos documentales. A través de este enfoque, el trabajo pretende identificar las principales vulnerabilidades asociadas a la creciente presencia de activos ilíquidos en las carteras patrimoniales y analizar qué mecanismos pueden contribuir a mejorar su resiliencia financiera.

Finalmente, el trabajo se estructura en varias secciones. Tras esta introducción, la segunda sección presenta los objetivos y preguntas de investigación. La tercera desarrolla el marco teórico y conceptual relacionado con family offices, mercados privados y riesgo de liquidez. La cuarta sección describe la metodología empleada. Posteriormente, el trabajo analiza distintas herramientas de gestión de liquidez y desarrolla varios estudios de casos documentales. Por último, se presentan las principales conclusiones, limitaciones y posibles líneas futuras de investigación.

2. OBJETIVOS Y PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

El crecimiento de la exposición a mercados privados dentro de las carteras de numerosos family offices ha incrementado la importancia de la gestión de la liquidez dentro de las estrategias patrimoniales de largo plazo. Aunque este tipo de inversiones puede ofrecer ventajas en términos de diversificación y rentabilidad esperada, también introduce desafíos específicos relacionados con la planificación de compromisos de inversión, la incertidumbre temporal de los desembolsos y la necesidad de mantener suficientes activos líquidos para responder a distintos escenarios de mercado.

En este contexto, el presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo principal analizar cómo los family offices pueden estructurar políticas de liquidez capaces de reducir tensiones financieras asociadas a inversiones en mercados privados en entornos de bajos tipos de interés. El trabajo busca estudiar la relación existente entre compromisos de inversión, necesidades de liquidez y mecanismos de control del riesgo desde una perspectiva patrimonial y de largo plazo.

A partir de este objetivo general, el trabajo desarrolla varios objetivos específicos. En primer lugar, se pretende analizar las principales características financieras de las inversiones en mercados privados y estudiar cómo estas diferencias afectan a la gestión patrimonial en comparación con los activos cotizados tradicionales. En segundo lugar, el trabajo busca identificar los principales riesgos de liquidez asociados a este tipo de inversiones, especialmente en escenarios de tensión financiera o deterioro de mercado.

Asimismo, el TFG pretende estudiar distintas herramientas utilizadas por los inversores para gestionar este tipo de riesgos, como las reservas de liquidez (cash buffers), las estrategias de gestión de efectivo y activos líquidos, la planificación temporal de compromisos (pacing), la financiación contingente y los ejercicios de simulación de escenarios adversos (stress testing). Finalmente, el trabajo busca analizar cómo estos mecanismos pueden contribuir a mejorar la estabilidad financiera y la resiliencia de las carteras con exposición significativa a activos ilíquidos.

La principal pregunta de investigación que guía este trabajo es la siguiente:

¿Cómo pueden los family offices estructurar políticas de liquidez capaces de reducir riesgos financieros asociados a compromisos de inversión en mercados privados en entornos de bajos tipos de interés?

A partir de esta pregunta principal, se desarrollan varias preguntas secundarias:

¿Qué características diferencian las inversiones en mercados privados de las inversiones tradicionales cotizadas desde el punto de vista de la liquidez?

¿Cuáles son los principales riesgos financieros asociados a los compromisos de inversión y a las llamadas de capital (capital calls)?

¿Qué herramientas de gestión de liquidez son utilizadas con mayor frecuencia por inversores con exposición significativa a activos ilíquidos?

¿Cómo pueden mecanismos como el pacing o el stress testing contribuir a reducir posibles tensiones de liquidez?

¿Qué dificultades pueden aparecer cuando coinciden caídas de mercado, retrasos en distribuciones y necesidades simultáneas de liquidez?

Por último, el trabajo parte de la idea de que la gestión de la liquidez constituye un elemento central dentro de la construcción de carteras con exposición significativa a mercados privados. En este sentido, se plantea como hipótesis general que una planificación adecuada de compromisos de inversión y mecanismos de control de liquidez puede contribuir a reducir vulnerabilidades financieras y mejorar la capacidad de los family offices para mantener estrategias de inversión de largo plazo en distintos contextos de mercado.

3. MARCO TEÓRICO Y CONCEPTUAL

3.1. Family offices y gestión patrimonial

Los family offices son estructuras dedicadas a la gestión de grandes patrimonios familiares. Aunque no existe una definición única universalmente aceptada, la literatura suele describir los family offices como estructuras privadas especializadas en la gestión integral de grandes patrimonios familiares, combinando funciones de inversión, planificación patrimonial y preservación intergeneracional del capital (UBS, 2025; Campden Wealth y RBC Wealth

Management, 2025). Su principal objetivo suele consistir en preservar y desarrollar el patrimonio a largo plazo, aunque sus funciones pueden variar significativamente según el tamaño de la estructura, el perfil de riesgo de la familia o el nivel de profesionalización de la gestión. En términos generales, la literatura distingue entre single-family offices (SFO), que gestionan el patrimonio de una única familia, y multi-family offices (MFO), que ofrecen servicios de gestión patrimonial a varias familias de manera simultánea.

A diferencia de otros inversores institucionales, como fondos de pensiones o compañías aseguradoras, los family offices suelen disponer de una mayor flexibilidad en la construcción de sus carteras y en la selección de estrategias de inversión. Además, muchos de ellos operan con horizontes temporales amplios y objetivos patrimoniales intergeneracionales, lo que puede favorecer una mayor tolerancia hacia activos con menor liquidez o períodos de maduración más largos. Esta característica explica parcialmente por qué numerosos family offices presentan una mayor capacidad para invertir en mercados privados en comparación con otros inversores que necesitan mantener mayores niveles de liquidez de corto plazo.

En los últimos años, numerosos informes sectoriales muestran un aumento progresivo de la exposición de los family offices a mercados privados. Entre las razones más frecuentes destacan la búsqueda de diversificación, el acceso a oportunidades de inversión menos presentes en mercados públicos y la posibilidad de obtener mayores niveles de rentabilidad esperada en un entorno caracterizado por tipos de interés reducidos. Sin embargo, esta evolución también implica asumir nuevas restricciones relacionadas con la liquidez, la planificación financiera y la gestión de compromisos de inversión a largo plazo.

En este contexto, la gestión patrimonial de los family offices no se limita únicamente a la selección de activos, sino que también requiere una planificación adecuada de los flujos financieros futuros y de las posibles necesidades de liquidez de la cartera. Este aspecto adquiere una importancia especial cuando la cartera incorpora inversiones ilíquidas cuya estructura financiera difiere significativamente de la de los activos cotizados tradicionales.

3.2. Activos líquidos y activos ilíquidos

Desde el punto de vista financiero, uno de los principales elementos que diferencian los distintos tipos de activos es su nivel de liquidez. De manera general, un activo líquido puede definirse como un activo que puede venderse o convertirse en efectivo rápidamente y con

costes limitados. Los activos cotizados en mercados organizados, como acciones o bonos negociados diariamente, suelen presentar niveles de liquidez relativamente elevados, aunque esta liquidez puede reducirse en determinados contextos de tensión financiera.

Por el contrario, los activos ilíquidos presentan mayores dificultades de negociación y horizontes de inversión generalmente más largos. Dentro de esta categoría se encuentran numerosas inversiones realizadas en mercados privados, como fondos de private equity, infraestructuras, deuda privada o determinados activos inmobiliarios no cotizados. En este tipo de inversiones, la salida de la posición suele requerir más tiempo y puede depender de procesos específicos de venta, refinanciación o desinversión.

La menor liquidez de estos activos constituye una de sus principales características financieras. Desde una perspectiva teórica, numerosos inversores aceptan asumir cierto grado de iliquidez a cambio de expectativas de rentabilidad superiores, fenómeno que suele relacionarse con la denominada “prima de iliquidez”. Diversos trabajos académicos sostienen que los inversores exigen una compensación adicional por mantener activos difíciles de vender rápidamente, fenómeno habitualmente asociado a la denominada "prima de iliquidez" (Kaplan y Schoar, 2005; Sorensen, Wang y Yang, 2014). Sin embargo, esta característica también implica mayores restricciones desde el punto de vista de la gestión financiera y de la planificación de liquidez de la cartera.

En este sentido, el incremento de activos ilíquidos dentro de una cartera patrimonial puede generar nuevas vulnerabilidades cuando aparecen necesidades de liquidez inesperadas o cuando se producen tensiones en los mercados financieros. En este sentido, la búsqueda de mayores niveles de rentabilidad puede llevar a determinados inversores a asumir niveles de iliquidez superiores a su verdadera capacidad financiera de absorción de riesgo. Por ello, la gestión de la liquidez adquiere una relevancia creciente en carteras con exposición significativa a mercados privados.

3.3. Funcionamiento básico de las inversiones en mercados privados

A diferencia de muchas inversiones realizadas en mercados públicos, las inversiones en mercados privados suelen estructurarse mediante compromisos de capital realizados por los inversores a lo largo del tiempo. En lugar de desembolsar inmediatamente el importe total de la inversión, los inversores se comprometen a aportar capital cuando el gestor del fondo lo solicite mediante llamadas de capital (capital calls).

Como consecuencia, los flujos financieros asociados a este tipo de inversiones presentan una estructura temporal diferente a la de los activos cotizados tradicionales. Durante las primeras fases de vida de un fondo, el capital comprometido suele invertirse progresivamente mientras se realizan adquisiciones o inversiones. Posteriormente, los inversores pueden comenzar a recibir distribuciones derivadas de ventas de activos, refinanciaciones o generación de beneficios.

En este contexto, uno de los conceptos más utilizados en la literatura sobre private equity es la denominada “curva J”. La literatura sobre private equity utiliza frecuentemente este concepto para describir la evolución temporal de la rentabilidad de los fondos privados, caracterizada por resultados inicialmente negativos seguidos de una recuperación progresiva a medida que las inversiones maduran y se producen desinversiones (Harris, Jenkinson y Kaplan, 2020; Gredil, Griffiths y Stucke, 2023). Este término describe el patrón habitual de rentabilidad observado en muchos fondos de mercados privados. En las primeras etapas, la rentabilidad puede ser reducida o incluso negativa debido a costes iniciales, comisiones y al tiempo necesario para desplegar las inversiones. Posteriormente, a medida que los activos maduran y se producen desinversiones, las distribuciones y la rentabilidad del fondo pueden aumentar progresivamente.

No obstante, la evolución concreta de cada fondo depende de múltiples factores, como el contexto económico, la estrategia utilizada o la calidad de la gestión. Por ello, las inversiones en mercados privados suelen presentar elevados niveles de incertidumbre temporal tanto en relación con los desembolsos futuros como respecto al calendario de distribuciones. Esta incertidumbre constituye uno de los principales desafíos de planificación financiera para inversores con elevados niveles de compromisos en mercados privados.

Esta característica tiene consecuencias importantes desde el punto de vista de la gestión patrimonial. Los inversores deben garantizar que dispondrán de suficiente liquidez para responder a futuras llamadas de capital incluso en escenarios de mercado desfavorables. Como consecuencia, la planificación financiera y la gestión de flujos adquieren una relevancia central dentro de este tipo de estrategias de inversión.

3.4. Riesgo de liquidez en carteras con exposición a mercados privados

En términos generales, el riesgo de liquidez puede definirse como la posibilidad de no disponer de recursos líquidos suficientes para hacer frente a obligaciones financieras en el

momento necesario sin incurrir en costes significativos. Este riesgo puede manifestarse de distintas formas, como la necesidad de vender activos en condiciones desfavorables, asumir pérdidas importantes o depender excesivamente de financiación externa.

En carteras con exposición significativa a mercados privados, el riesgo de liquidez adquiere características específicas debido a la estructura de compromisos y desembolsos progresivos asociada a este tipo de inversiones. La incertidumbre sobre el calendario exacto de llamadas de capital y distribuciones puede dificultar la planificación financiera, especialmente en escenarios de tensión de mercado.

Además, determinados contextos financieros pueden aumentar simultáneamente varias fuentes de vulnerabilidad. Por ejemplo, una caída en los mercados públicos puede reducir el valor de los activos líquidos de la cartera al mismo tiempo que continúan las llamadas de capital o se retrasan las distribuciones de fondos privados. En estas situaciones, algunos inversores pueden verse obligados a vender activos en condiciones desfavorables para responder a necesidades de liquidez. La crisis financiera de 2008 y, más recientemente, determinados episodios de tensión registrados en mercados privados entre 2022 y 2024 mostraron que los problemas de liquidez pueden aparecer incluso en carteras con elevados niveles de patrimonio total (Harvard Business Review, 2013; Brown, 2010) cuando existe una fuerte exposición a activos ilíquidos y compromisos futuros significativos.

Por ello, numerosos inversores desarrollan mecanismos destinados a mejorar la estabilidad financiera de sus carteras y reducir posibles tensiones de liquidez. Entre las herramientas más utilizadas destacan las reservas de liquidez (cash buffers), la planificación temporal de compromisos (pacing), la utilización limitada de financiación contingente y los ejercicios de simulación de escenarios adversos (stress testing).

En este contexto, la gestión de la liquidez deja de ser únicamente una cuestión operativa y pasa a convertirse en un elemento central de la estrategia patrimonial y de la gestión del riesgo en carteras con activos ilíquidos.

En conjunto, el marco teórico desarrollado muestra que la creciente presencia de activos ilíquidos dentro de las carteras patrimoniales ha transformado progresivamente la importancia de la gestión de la liquidez dentro de la estrategia financiera de largo plazo. Como consecuencia, la planificación de compromisos, la gestión de flujos y el control de riesgos

adquieren una relevancia central para los family offices con exposición significativa a mercados privados.

4. METODOLOGÍA

El presente Trabajo de Fin de Grado se desarrolla a partir de una metodología de carácter principalmente cualitativo y documental. El objetivo del trabajo no es construir un modelo econométrico predictivo, sino analizar los principales mecanismos financieros relacionados con la gestión de la liquidez en carteras con exposición significativa a mercados privados y estudiar cómo distintos instrumentos pueden contribuir a reducir vulnerabilidades financieras en el contexto de los family offices.

Para ello, la investigación combina tres enfoques metodológicos principales: revisión bibliográfica y documental, análisis comparativo y estudios de casos documentales.

4.1. Revisión bibliográfica y documental

En primer lugar, el trabajo se apoya en una revisión bibliográfica y documental relacionada con la gestión patrimonial, los mercados privados y el riesgo de liquidez. Esta revisión incluye literatura académica, artículos especializados, informes institucionales y documentación elaborada por entidades financieras, consultoras y organizaciones vinculadas al sector patrimonial y de inversión.

El objetivo de esta primera fase es construir un marco teórico que permita comprender las principales características financieras de los mercados privados y analizar cómo la creciente presencia de activos ilíquidos puede afectar a la gestión de la liquidez de las carteras patrimoniales. Asimismo, esta revisión permite identificar los principales conceptos utilizados en la literatura relacionada con private equity, compromisos de inversión, planificación de liquidez y control del riesgo financiero.

Además de fuentes académicas, el trabajo incorpora informes sectoriales y documentación profesional procedente de entidades como bancos privados, consultoras patrimoniales y estudios especializados sobre family offices y mercados privados. Estas fuentes permiten complementar el análisis teórico con información relacionada con prácticas observadas en la gestión patrimonial contemporánea.

4.2. Análisis comparativo

La segunda parte de la metodología consiste en un análisis comparativo de distintas herramientas de gestión de liquidez utilizadas en carteras con exposición significativa a activos ilíquidos. El objetivo de este análisis es estudiar las ventajas, limitaciones y riesgos asociados a cada mecanismo desde una perspectiva patrimonial y de largo plazo.

Entre las herramientas analizadas destacan las reservas de liquidez (cash buffers), las estrategias de gestión de efectivo y activos líquidos, la planificación temporal de compromisos (pacing), la financiación contingente y los ejercicios de simulación de escenarios adversos (stress testing).

El análisis comparativo se realiza a partir de criterios homogéneos, como el nivel de liquidez ofrecido, la flexibilidad financiera, el coste potencial de implementación, la capacidad de respuesta en escenarios de tensión y el posible impacto sobre la rentabilidad esperada de la cartera. Este enfoque permite comparar distintos mecanismos de gestión y estudiar cómo pueden combinarse dentro de una estrategia patrimonial orientada al largo plazo.

4.3. Estudios de casos documentales

Por último, el trabajo incorpora varios estudios de casos documentales relacionados con situaciones de tensión de liquidez en carteras con exposición a mercados privados. Estos casos se basan en información pública, documentación sectorial y ejemplos desarrollados en informes especializados sobre gestión patrimonial y mercados privados.

El objetivo de estos estudios no es analizar entidades concretas desde una perspectiva individual, sino ilustrar mecanismos financieros y situaciones recurrentes que pueden aparecer en carteras con activos ilíquidos. Entre los elementos analizados destacan las dificultades asociadas a la coincidencia de llamadas de capital, caídas de mercado, retrasos en distribuciones y restricciones de financiación.

A través de estos casos documentales, el trabajo busca observar cómo distintos mecanismos de gestión de liquidez pueden contribuir a mejorar la estabilidad financiera de la cartera y reducir posibles vulnerabilidades en contextos adversos.

4.4. Limitaciones de la investigación

El presente trabajo presenta varias limitaciones que deben ser consideradas. En primer lugar, el análisis se basa principalmente en fuentes secundarias y documentación pública, por lo que no incorpora información financiera privada ni datos internos de family offices. Asimismo, la heterogeneidad existente entre distintos tipos de estructuras patrimoniales dificulta la generalización absoluta de determinadas prácticas de gestión.

Por otra parte, debido a la naturaleza del trabajo y a la limitada disponibilidad de datos comparables sobre carteras privadas, el análisis se centra en mecanismos conceptuales, tendencias observadas y ejemplos documentales, sin desarrollar modelos cuantitativos avanzados ni análisis econométricos complejos.

No obstante, la metodología utilizada permite construir un marco de análisis coherente para estudiar los principales desafíos de liquidez asociados a mercados privados y comprender cómo distintos mecanismos financieros pueden contribuir a mejorar la resiliencia patrimonial de largo plazo.

5. GESTIÓN DE LA LIQUIDEZ EN CARTERAS CON EXPOSICIÓN A MERCADOS PRIVADOS

5.1. La liquidez como elemento central de la estrategia patrimonial

En carteras con exposición significativa a mercados privados, la gestión de la liquidez constituye un elemento fundamental de la estrategia patrimonial. A diferencia de las inversiones tradicionales cotizadas, donde los activos pueden venderse de manera relativamente rápida en condiciones normales de mercado, las inversiones ilíquidas presentan mayores restricciones de salida y horizontes temporales más largos. Como consecuencia, la planificación financiera adquiere una importancia creciente dentro de la construcción y mantenimiento de la cartera.

En este contexto, la liquidez no debe entenderse únicamente como la presencia de efectivo disponible, sino también como la capacidad de la cartera para responder a futuras necesidades financieras sin comprometer de manera significativa la estabilidad patrimonial o los objetivos de inversión a largo plazo. Este aspecto resulta especialmente relevante en estrategias basadas en compromisos de capital y desembolsos progresivos, como ocurre en numerosos fondos de mercados privados.

Por ello, los family offices deben gestionar simultáneamente varios elementos: activos líquidos, compromisos futuros, posibles necesidades extraordinarias de financiación y escenarios adversos de mercado. El equilibrio entre rentabilidad esperada y disponibilidad de liquidez representa uno de los principales desafíos de este tipo de carteras, especialmente en entornos de bajos tipos de interés donde mantener elevados niveles de efectivo puede reducir la rentabilidad total de la cartera.

Además, la importancia de la liquidez aumenta en períodos de tensión financiera. En estos contextos, la capacidad de convertir activos en efectivo puede deteriorarse rápidamente, mientras continúan las obligaciones asociadas a compromisos previamente adquiridos. Como consecuencia, una planificación insuficiente de liquidez puede generar tensiones financieras relevantes incluso en carteras con niveles elevados de patrimonio total.

5.2. Reservas de liquidez y cash buffers

Uno de los mecanismos más utilizados para reducir tensiones financieras en carteras con activos ilíquidos es la utilización de reservas de liquidez o cash buffers. Estas reservas consisten en mantener una parte de la cartera en activos altamente líquidos con el objetivo de responder a futuras necesidades de desembolso, llamadas de capital o situaciones imprevistas de mercado.

La principal ventaja de este tipo de mecanismos es su capacidad de proporcionar flexibilidad financiera inmediata. En escenarios donde coinciden caídas de mercado y necesidades de liquidez, disponer de activos líquidos puede permitir a los inversores evitar ventas forzadas de otros activos en condiciones desfavorables. Asimismo, las reservas de liquidez pueden contribuir a mejorar la estabilidad general de la cartera y reducir la dependencia de financiación externa en momentos de tensión financiera.

Sin embargo, mantener elevados niveles de liquidez también presenta ciertos costes y limitaciones. En entornos de bajos tipos de interés, los activos más líquidos suelen ofrecer niveles de rentabilidad reducidos (Banco Central Europeo, 2025; Federal Reserve Bank of St. Louis, 2024), lo que puede generar un efecto conocido como cash drag. Este término se utiliza para describir el impacto negativo que puede tener un exceso de efectivo o activos de muy baja rentabilidad sobre el rendimiento global de la cartera. En consecuencia, los family offices deben enfrentarse a un arbitraje permanente entre liquidez y rentabilidad. Mientras niveles elevados de efectivo reducen vulnerabilidades financieras de corto plazo, también

pueden penalizar significativamente el rendimiento total de la cartera en horizontes largos de inversión.

Por esta razón, numerosos inversores intentan encontrar un equilibrio entre seguridad y rentabilidad mediante estrategias de gestión de efectivo más dinámicas. En lugar de mantener exclusivamente efectivo, algunos family offices utilizan instrumentos de corta duración, activos monetarios o determinados bonos de alta calidad crediticia con el objetivo de conservar niveles elevados de liquidez sin renunciar completamente a la generación de rentabilidad.

No obstante, incluso este tipo de estrategias puede presentar riesgos en determinados contextos financieros. Por ejemplo, algunos instrumentos considerados relativamente líquidos pueden experimentar pérdidas de valor en períodos de tensión de mercado o de subidas rápidas de tipos de interés (Bank for International Settlements, 2016; ICE Data Indices, 2024). Como consecuencia, la composición concreta de las reservas de liquidez adquiere una relevancia importante dentro de la gestión patrimonial.

5.3. Planificación de compromisos y pacing

Otro elemento fundamental dentro de la gestión de liquidez en mercados privados es la planificación temporal de compromisos de inversión, proceso habitualmente conocido como pacing. Este concepto hace referencia a la distribución progresiva de compromisos de capital a lo largo del tiempo con el objetivo de evitar concentraciones excesivas de desembolsos en determinados períodos.

La importancia del pacing se relaciona directamente con la incertidumbre existente sobre el calendario exacto de llamadas de capital y distribuciones de fondos privados. Debido a que los desembolsos se realizan progresivamente y dependen de las decisiones de inversión de los gestores, los inversores deben planificar cuidadosamente el ritmo de nuevos compromisos para evitar desequilibrios financieros futuros.

Una estrategia de pacing insuficientemente diversificada puede generar concentraciones elevadas de llamadas de capital en determinados momentos del ciclo económico. Esta situación puede resultar especialmente problemática cuando coincide con caídas en mercados públicos o con menores niveles de liquidez disponibles dentro de la cartera. Por el contrario, una planificación más progresiva y diversificada temporalmente puede contribuir a reducir la volatilidad de flujos financieros y mejorar la estabilidad patrimonial.

Además de reducir posibles tensiones de liquidez, el pacing también puede contribuir a diversificar la exposición temporal de la cartera a distintos entornos económicos y ciclos de mercado. En el ámbito del private equity, por ejemplo, la diversificación entre diferentes "vintages" permite evitar que una parte excesiva de la cartera dependa exclusivamente de un mismo contexto económico o financiero (Harris, Jenkinson y Kaplan, 2014, 2020).

Sin embargo, la planificación de compromisos presenta dificultades importantes. Las distribuciones futuras son inciertas, los ciclos de inversión pueden cambiar rápidamente y las condiciones financieras evolucionan constantemente. Por ello, muchos inversores complementan el pacing con otras herramientas de control de liquidez y simulación financiera.

Desde una perspectiva patrimonial, el pacing no debe entenderse únicamente como una herramienta técnica de distribución temporal de compromisos, sino también como un mecanismo destinado a preservar flexibilidad financiera y estabilidad estratégica en períodos de incertidumbre.

5.4. Financiación contingente y gestión de situaciones de tensión

Además de las reservas de liquidez y la planificación de compromisos, algunos inversores utilizan mecanismos de financiación contingente para responder a necesidades temporales de liquidez. Estas herramientas pueden incluir líneas de crédito, financiación respaldada por activos financieros o estructuras de préstamo a corto plazo destinadas a cubrir desfases temporales entre desembolsos y entradas de efectivo.

La principal ventaja de este tipo de mecanismos es que permiten mantener una mayor exposición invertida dentro de la cartera sin necesidad de conservar niveles excesivamente elevados de efectivo. Desde esta perspectiva, la financiación contingente puede actuar como una herramienta complementaria dentro de la arquitectura de liquidez de determinados family offices.

No obstante, el uso de financiación también introduce riesgos adicionales. En períodos de tensión financiera, las condiciones de crédito pueden deteriorarse rápidamente y aumentar el coste de financiación. Asimismo, una dependencia excesiva de deuda a corto plazo puede incrementar la vulnerabilidad de la cartera ante cambios bruscos de mercado o restricciones de liquidez dentro del sistema financiero.

Por esta razón, numerosos inversores consideran que la financiación contingente debe utilizarse de forma prudente y complementaria, y no como sustituto de una planificación adecuada de liquidez. En este contexto, la combinación equilibrada entre reservas líquidas, planificación de compromisos y acceso limitado a financiación constituye uno de los principales desafíos de la gestión patrimonial contemporánea.

5.5. Pacing, efecto denominador y stress testing: el control estructural que evita la crisis de liquidez

Debido a la incertidumbre asociada a los mercados privados y a la dificultad de prever el comportamiento futuro de los flujos financieros, numerosos inversores utilizan ejercicios de simulación de escenarios adversos o stress testing como herramienta de control de riesgo.

El objetivo de estos ejercicios consiste en analizar cómo podría comportarse una cartera en situaciones de tensión financiera. Entre los escenarios habitualmente considerados destacan las caídas significativas en mercados públicos, retrasos en distribuciones de fondos privados, aumento de llamadas de capital o restricciones de acceso a financiación.

A través de este tipo de simulaciones, los inversores pueden identificar posibles vulnerabilidades dentro de la estructura de liquidez de la cartera y estudiar si los recursos disponibles serían suficientes para responder a distintos escenarios adversos sin necesidad de realizar ventas forzadas de activos.

Además, el stress testing permite analizar la interacción entre distintos riesgos financieros que pueden aparecer simultáneamente en períodos de crisis. Por ejemplo, una caída de valor de activos líquidos puede coincidir con mayores necesidades de desembolso y menores niveles de financiación disponible. Como consecuencia, estos ejercicios contribuyen a mejorar la planificación financiera y la preparación ante situaciones de elevada incertidumbre.

No obstante, las simulaciones también presentan limitaciones importantes. Los resultados dependen de las hipótesis utilizadas y resulta imposible anticipar completamente el comportamiento real de los mercados en contextos extremos. Por ello, el stress testing debe entenderse como una herramienta complementaria dentro de un proceso más amplio de gestión patrimonial y control del riesgo.

Con el objetivo de sintetizar las principales herramientas analizadas, la siguiente tabla resume sus ventajas, limitaciones y función dentro de la gestión patrimonial de carteras con exposición significativa a mercados privados.

Herramienta	Objetivo principal	Ventajas	Limitaciones
Cash buffers	Cubrir necesidades inmediatas de liquidez	Flexibilidad y seguridad financiera	Cash drag y menor rentabilidad
Pacing	Estabilizar compromisos y flujos	Reduce concentración temporal	Difícil previsión de distribuciones
Financiación contingente	Cubrir desfases temporales	Mayor flexibilidad operativa	Riesgo de dependencia financiera
Stress testing	Identificar vulnerabilidades	Mejora preparación ante crisis	Dependencia de hipótesis

5.6. Síntesis operativa: una política integrada como puente al playbook

El análisis comparativo permite formular una síntesis que será desarrollada en la sección 7 cómo playbook completo. En esencia, la política integrada se construye en cuatro decisiones:

(1) dimensionar necesidades de liquidez en función de flujos (gastos + calls + buffer de estrés), (2) asignar instrumentos a capas con límites explícitos para evitar riesgos accidentales, (3) definir crédito como herramienta contingente con gobernanza estricta, y (4) implementar pacing para estabilizar flujos y evitar concentración de vintages. Esta síntesis es importante porque transforma un conjunto de recomendaciones fragmentadas en un marco operativo implementable. La sección 6 (casos documentados) ilustra cómo distintos perfiles de family office podrían aplicar estas decisiones de forma coherente, y la sección 7 propondrá plantillas y checklists para convertir el marco en una guía de uso real.

Además de las herramientas financieras, la eficacia de una política de liquidez depende también de la existencia de mecanismos claros de gobernanza patrimonial. La definición previa de límites de exposición a activos ilíquidos, protocolos de revisión periódica y criterios de actuación en escenarios de tensión puede contribuir significativamente a reducir decisiones improvisadas durante períodos de crisis financiera.

Los mecanismos analizados muestran que la gestión de la liquidez en mercados privados requiere un enfoque integrado capaz de combinar planificación financiera, control de riesgos y flexibilidad patrimonial. Los siguientes casos documentales permiten observar cómo estas cuestiones adquieren una dimensión especialmente crítica en contextos reales de tensión financiera.

6. ESTUDIOS DE CASOS DOCUMENTALES Y ANÁLISIS DE SITUACIONES DE TENSIÓN

6.1. Harvard Endowment y la crisis de liquidez de 2008

La crisis financiera de 2008 constituye uno de los ejemplos más relevantes para analizar los riesgos de liquidez asociados a carteras con elevada exposición a activos ilíquidos. En este contexto, el caso del fondo patrimonial de la Universidad de Harvard (Harvard Endowment) resulta especialmente significativo debido a la importancia de sus compromisos en mercados privados y a las tensiones financieras que surgieron durante la crisis.

Antes de la crisis, Harvard había incrementado progresivamente su exposición a activos alternativos y mercados privados (Vardi, 2009; Harvard Magazine, 2010), siguiendo una estrategia de inversión inspirada parcialmente en modelos patrimoniales ampliamente utilizados por grandes inversores institucionales. Según distintas publicaciones y análisis

financieros, una parte importante de la cartera estaba invertida en private equity, infraestructuras, inmobiliario y otros activos ilíquidos, mientras que el nivel de liquidez disponible resultaba relativamente reducido en comparación con los compromisos futuros adquiridos.

Cuando estalló la crisis financiera global, varios factores negativos coincidieron simultáneamente. En primer lugar, los mercados públicos experimentaron fuertes caídas, reduciendo significativamente el valor de los activos líquidos de la cartera. Al mismo tiempo, continuaban existiendo compromisos de inversión pendientes relacionados con fondos de private equity y otras inversiones privadas. Además, el acceso a financiación externa se volvió más complejo debido al deterioro general de las condiciones de crédito y al aumento de la incertidumbre financiera.

Diversas fuentes señalan que Harvard mantenía miles de millones de dólares en compromisos futuros no desembolsados (unfunded commitments) vinculados principalmente a inversiones en mercados privados. Según distintas publicaciones financieras y análisis posteriores a la crisis, Harvard llegó a mantener aproximadamente 11 mil millones de dólares en compromisos futuros no desembolsados (unfunded commitments) relacionados principalmente con inversiones en mercados privados (Vardi, 2009). Al mismo tiempo, el valor total del endowment pasó de aproximadamente 36,9 mil millones de dólares en 2008 a cerca de 26 mil millones en 2009 tras la crisis financiera global (Harvard Magazine, 2009). Como consecuencia, la institución se enfrentó a importantes tensiones de liquidez cuando coincidieron llamadas de capital, caídas de mercado y dificultades de financiación. En este contexto, Harvard se vio obligada a adoptar distintas medidas destinadas a reforzar su liquidez y estabilizar su situación financiera. Este caso muestra que el principal problema no provenía únicamente de las pérdidas de mercado, sino de la combinación simultánea entre iliquidez, compromisos futuros y deterioro de las condiciones de financiación. Como consecuencia, incluso una institución con un patrimonio extremadamente elevado podía experimentar restricciones financieras significativas en un contexto de crisis sistémica.

Entre las principales medidas adoptadas destacaron la venta de determinados activos, la emisión de deuda y la reducción o revisión de ciertos compromisos financieros (Vardi, 2009; Harvard Magazine, 2010; Brown, 2010). Asimismo, parte de las participaciones en fondos privados fueron vendidas en mercados secundarios, en algunos casos con descuentos significativos respecto a sus valoraciones anteriores (Vardi, 2009). Estas operaciones reflejan

cómo incluso inversores patrimoniales de gran tamaño y elevada sofisticación financiera pueden experimentar tensiones de liquidez cuando una cartera presenta una exposición importante a activos ilíquidos y compromisos futuros elevados.

Desde una perspectiva financiera, este caso pone de manifiesto varias cuestiones relevantes para la gestión patrimonial contemporánea. En primer lugar, muestra que el volumen total de patrimonio no garantiza necesariamente una posición sólida de liquidez en escenarios de crisis. Una parte importante de los activos puede encontrarse invertida en instrumentos difíciles de liquidar rápidamente sin asumir pérdidas relevantes.

En segundo lugar, el caso Harvard ilustra cómo los riesgos de liquidez suelen aparecer como consecuencia de la interacción simultánea de varios factores adversos y no únicamente por la existencia de un único problema aislado. La combinación de caída de mercados públicos, continuidad de llamadas de capital y restricciones de financiación generó una situación especialmente compleja desde el punto de vista financiero. Además, la caída del valor de los activos líquidos provocó un aumento relativo del peso de los activos privados dentro de la cartera total, fenómeno posteriormente asociado en la literatura financiera al denominado “denominator effect”.

Además, este caso evidencia la importancia de la planificación de compromisos y del mantenimiento de mecanismos de control de liquidez adecuados. Una exposición excesiva a activos ilíquidos, combinada con niveles reducidos de liquidez disponible, puede aumentar significativamente la vulnerabilidad de una cartera en períodos de estrés financiero.

Por último, la crisis de Harvard también contribuyó a reforzar la importancia de herramientas como las reservas de liquidez, la diversificación temporal de compromisos (pacing) y los ejercicios de simulación de escenarios adversos (stress testing) (Harvard Business Review, 2013). En la actualidad, numerosos inversores institucionales y patrimoniales utilizan este tipo de mecanismos precisamente para intentar reducir vulnerabilidades similares en contextos de elevada incertidumbre financiera.

6.2. El Yale Model y los límites de la iliquidez

Durante las últimas décadas, la estrategia de inversión desarrollada por la Universidad de Yale y su fondo patrimonial ha sido considerada como una de las referencias más influyentes dentro de la gestión institucional y patrimonial de largo plazo. Este enfoque, habitualmente conocido como "Yale Model" (Mladina, 2010), se caracteriza por una elevada diversificación hacia activos alternativos y mercados privados, incluyendo private equity, capital riesgo, inmobiliario, infraestructuras y otros activos ilíquidos.

El modelo desarrollado bajo la dirección de David Swensen se apoyaba en la idea de que los inversores con horizontes temporales amplios podían asumir mayores niveles de iliquidez a cambio de expectativas de rentabilidad superiores (Mladina, 2010; Farther, 2023). Como consecuencia, Yale incrementó progresivamente el peso de activos alternativos dentro de su cartera durante varios años, convirtiéndose en una referencia para numerosos inversores institucionales y patrimoniales.

Durante largos períodos, esta estrategia generó resultados financieros muy positivos y contribuyó a popularizar la idea de que una exposición significativa a mercados privados podía mejorar la rentabilidad ajustada al riesgo de carteras patrimoniales de largo plazo. Sin embargo, algunos análisis posteriores a la crisis señalaron que el éxito histórico del Yale Model también contribuyó a incentivar una mayor exposición generalizada a activos ilíquidos entre numerosos inversores institucionales, incluso en situaciones donde las estructuras de liquidez disponibles podían resultar insuficientes en escenarios adversos. En este contexto, numerosos family offices, universidades y fondos institucionales comenzaron a aumentar progresivamente su exposición a activos ilíquidos inspirándose parcialmente en este tipo de enfoque.

Sin embargo, la crisis financiera de 2008 también puso de manifiesto algunas de las limitaciones y vulnerabilidades asociadas a modelos con elevados niveles de exposición a activos privados. Aunque Yale consiguió gestionar la crisis de manera más estable que otras instituciones, el período de tensión financiera mostró que incluso las carteras altamente sofisticadas podían verse afectadas por problemas relacionados con la liquidez, la valoración de activos y la incertidumbre sobre los flujos financieros futuros.

Uno de los principales desafíos observados durante la crisis fue la dificultad de mantener elevados niveles de exposición a activos ilíquidos cuando los mercados públicos sufrían fuertes caídas y las condiciones de financiación se deterioraban rápidamente. En este tipo de

contextos, numerosos inversores institucionales se enfrentaron a una reducción significativa de sus activos líquidos al mismo tiempo que continuaban existiendo compromisos futuros vinculados a fondos privados.

Además, la crisis mostró que la iliquidez puede convertirse en una fuente importante de vulnerabilidad cuando los inversores necesitan generar efectivo rápidamente en condiciones de mercado desfavorables. Aunque la inversión en mercados privados puede ofrecer ventajas de diversificación y horizontes de largo plazo, la capacidad de transformar determinados activos en liquidez inmediata puede reducirse significativamente en períodos de estrés financiero.

Este aspecto también generó un debate más amplio sobre los límites de los modelos de inversión excesivamente dependientes de activos alternativos e ilíquidos. Algunos análisis posteriores a la crisis señalaron que el éxito histórico del Yale Model también contribuyó a incentivar una mayor exposición generalizada a activos ilíquidos entre numerosos inversores institucionales (Farther, 2023; Brown, 2010).

Desde la perspectiva de la gestión patrimonial, el caso del Yale Model resulta especialmente relevante porque muestra que el éxito histórico de una estrategia de inversión no elimina la necesidad de desarrollar mecanismos sólidos de control de liquidez. Incluso en carteras gestionadas por equipos altamente especializados, la combinación de compromisos futuros, activos ilíquidos y tensión financiera puede generar riesgos significativos si no existe una planificación adecuada de escenarios adversos.

En este sentido, la experiencia de Yale contribuyó a reforzar la importancia de mantener arquitecturas de liquidez más equilibradas y de complementar las estrategias de inversión en mercados privados con herramientas de control financiero, reservas de liquidez y análisis periódicos de vulnerabilidad.

Asimismo, este caso demuestra que la gestión patrimonial contemporánea requiere encontrar un equilibrio entre la búsqueda de rentabilidad de largo plazo y la necesidad de conservar suficiente flexibilidad financiera para responder a distintos contextos económicos y financieros.

6.3. El “denominator effect” y las tensiones recientes en mercados privados

Además de las tensiones observadas durante la crisis financiera de 2008, los últimos años también han mostrado nuevas vulnerabilidades relacionadas con la creciente exposición de numerosos inversores institucionales y patrimoniales a mercados privados. En particular, las correcciones registradas en mercados públicos a partir de 2022 contribuyeron a reactivar el debate sobre la liquidez y la estructura de las carteras con elevados niveles de activos ilíquidos.

En este contexto, uno de los conceptos más utilizados en la literatura financiera reciente es el denominado denominator effect. Este fenómeno aparece cuando el valor de los activos líquidos o cotizados de una cartera disminuye significativamente mientras las valoraciones de activos privados permanecen relativamente estables o ajustan con mayor lentitud. Como consecuencia, el peso relativo de los activos ilíquidos aumenta automáticamente dentro de la cartera total, incluso aunque el inversor no haya realizado nuevas inversiones.

Durante los períodos de caída de mercados públicos registrados entre 2022 y 2023, numerosos inversores institucionales observaron incrementos significativos de sus niveles relativos de exposición a private equity y otros activos privados. En algunos casos, esta situación provocó desequilibrios respecto a los límites de asignación establecidos internamente o aumentó las preocupaciones relacionadas con futuras necesidades de liquidez.

Además, la desaceleración de determinadas operaciones corporativas y de los mercados de financiación redujo temporalmente el ritmo de distribuciones procedentes de fondos privados. Como consecuencia, algunos inversores comenzaron a recibir menores retornos de efectivo al mismo tiempo que continuaban existiendo compromisos de inversión previamente adquiridos.

En este contexto, numerosos actores del mercado recurrieron a ventas de participaciones en mercados secundarios con el objetivo de generar liquidez o reducir exposición a determinados fondos privados. En algunos casos, estas ventas secundarias se realizaron con descuentos significativos respecto a las valoraciones previas de los fondos, reflejando nuevamente cómo la liquidez puede deteriorarse rápidamente cuando numerosos inversores intentan reducir simultáneamente su exposición a activos privados. Sin embargo, en muchos casos estas operaciones se realizaron con descuentos relevantes respecto a valoraciones anteriores, reflejando nuevamente cómo la liquidez disponible en condiciones normales de mercado puede deteriorarse rápidamente en períodos de tensión financiera.

El denominator effect resulta especialmente relevante para este trabajo porque ilustra cómo los riesgos de liquidez asociados a mercados privados no se limitan exclusivamente a períodos de crisis extremas como la de 2008. Incluso en contextos financieros menos severos, las variaciones en las valoraciones de mercado pueden alterar significativamente la estructura de una cartera (Harvard Business Review, 2013; Banco Central Europeo, 2025).

Asimismo, este fenómeno muestra la importancia de analizar conjuntamente activos líquidos, compromisos futuros y posibles escenarios de deterioro de mercado dentro de la gestión patrimonial contemporánea. Una cartera puede presentar niveles elevados de patrimonio total y, aun así, experimentar tensiones financieras si una parte importante de sus activos no puede transformarse rápidamente en liquidez.

Desde la perspectiva de los family offices, este tipo de situaciones pone de manifiesto la necesidad de desarrollar mecanismos de control de riesgo más dinámicos y adaptados a distintos contextos de mercado. Herramientas como el stress testing, la revisión periódica de niveles de exposición a activos ilíquidos y una planificación prudente de compromisos adquieren una importancia creciente en entornos caracterizados por elevada incertidumbre financiera y cambios rápidos en las condiciones de mercado.

Por último, los acontecimientos recientes muestran que la gestión de la liquidez continúa siendo uno de los principales desafíos asociados al crecimiento de los mercados privados dentro de las carteras patrimoniales. La búsqueda de rentabilidad y diversificación debe equilibrarse con la necesidad de conservar suficiente flexibilidad financiera para responder a posibles escenarios adversos sin comprometer la estabilidad de largo plazo de la cartera.

En conjunto, los casos documentales analizados muestran que los riesgos de liquidez asociados a mercados privados no constituyen escenarios puramente teóricos, sino vulnerabilidades reales observadas tanto en grandes instituciones patrimoniales como en inversores con elevada exposición a activos ilíquidos. Asimismo, estos casos reflejan la importancia creciente de mecanismos de planificación financiera y control de riesgos dentro de la gestión patrimonial contemporánea.

7. DISCUSIÓN Y ANÁLISIS GENERAL

Los distintos elementos analizados a lo largo del presente trabajo muestran que la creciente presencia de mercados privados dentro de las carteras patrimoniales ha transformado progresivamente la importancia de la gestión de la liquidez en la construcción de estrategias de inversión de largo plazo. En este contexto, la liquidez deja de representar únicamente una reserva operativa de corto plazo para convertirse en un elemento estructural de la construcción patrimonial. La creciente complejidad de las carteras contemporáneas obliga a numerosos family offices a gestionar simultáneamente objetivos de rentabilidad, estabilidad financiera y flexibilidad estratégica. Aunque este tipo de activos puede ofrecer ventajas relacionadas con la diversificación y las expectativas de rentabilidad, también introduce restricciones financieras específicas que requieren mecanismos de planificación y control más complejos que los utilizados en carteras tradicionales compuestas principalmente por activos líquidos.

Uno de los principales aspectos observados es que el riesgo de liquidez en mercados privados no depende únicamente del volumen de patrimonio gestionado, sino de la relación existente entre activos líquidos, compromisos futuros y capacidad de financiación disponible en distintos escenarios de mercado. Los casos documentales analizados muestran que incluso instituciones con elevados niveles de patrimonio pueden experimentar tensiones financieras relevantes cuando coinciden varios factores adversos, como caídas de mercado, retrasos en distribuciones y continuidad de llamadas de capital.

Asimismo, el análisis realizado confirma que las tensiones de liquidez suelen producirse como consecuencia de la interacción simultánea de distintos riesgos financieros y no únicamente por un único factor aislado. En este sentido, elementos como la volatilidad de mercados públicos, la incertidumbre sobre distribuciones futuras y las restricciones de acceso a financiación pueden reforzarse mutuamente en períodos de estrés financiero.

Otro aspecto relevante observado durante la investigación es la dificultad de encontrar un equilibrio óptimo entre liquidez y rentabilidad dentro de las carteras patrimoniales. Este fenómeno refleja un verdadero “paradoja de la iliquidez”. Cuanto mayor es la búsqueda de rentabilidad a través de activos privados, mayor puede ser también la vulnerabilidad potencial de la cartera frente a necesidades inesperadas de liquidez o escenarios de tensión financiera. Mantener niveles elevados de efectivo o activos extremadamente líquidos puede reducir la vulnerabilidad financiera de corto plazo, pero también puede afectar negativamente a la rentabilidad global de la cartera, especialmente en entornos de bajos tipos de interés. Por el

contrario, una exposición excesiva a activos ilíquidos puede aumentar significativamente la sensibilidad de la cartera ante situaciones de tensión financiera.

En este contexto, las distintas herramientas analizadas a lo largo del trabajo deben entenderse como mecanismos complementarios y no como soluciones independientes. Las reservas de liquidez (cash buffers), la planificación temporal de compromisos (pacing), la financiación contingente y los ejercicios de stress testing pueden contribuir conjuntamente a mejorar la resiliencia financiera de la cartera cuando se utilizan de manera equilibrada y adaptada a las características específicas de cada estructura patrimonial.

A partir del análisis desarrollado, puede proponerse una estructura simplificada de gestión de liquidez para carteras con exposición significativa a mercados privados.

Nivel de liquidez	Objetivo principal	Herramientas asociadas
Liquidez inmediata	Cubrir capital calls y gastos imprevistos	Cash buffers, activos monetarios
Liquidez táctica	Absorber tensiones temporales de mercado	Bonos líquidos, pacing
Liquidez contingente	Responder a escenarios extremos	Líneas de crédito, stress testing

El análisis también pone de manifiesto que no existe un modelo único de gestión de liquidez aplicable a todos los family offices. Asimismo, la eficacia de una política de liquidez depende no sólo de herramientas financieras, sino también de mecanismos claros de gobernanza

patrimonial. La existencia de límites de exposición, protocolos de revisión periódica y criterios definidos de actuación en escenarios adversos puede contribuir significativamente a reducir decisiones improvisadas durante períodos de crisis. Las necesidades financieras y los niveles adecuados de exposición a activos ilíquidos dependen de múltiples factores, como el horizonte temporal, el perfil de riesgo, el tamaño del patrimonio, las necesidades de distribución familiar o la capacidad de acceso a financiación externa. Como consecuencia, la construcción de políticas de liquidez requiere un enfoque flexible y adaptado a cada situación patrimonial concreta.

Además, la evolución reciente de los mercados financieros muestra que la liquidez continúa siendo un elemento central dentro de la gestión patrimonial contemporánea. Fenómenos como el denominator effect o las tensiones observadas en determinados segmentos de mercados privados durante períodos recientes reflejan que los desafíos asociados a la iliquidez siguen presentes incluso fuera de contextos de crisis extremas como la de 2008.

Por último, el trabajo permite observar cómo la creciente sofisticación de las estrategias patrimoniales también ha incrementado la complejidad de la gestión financiera de largo plazo. En este sentido, la capacidad de combinar objetivos de rentabilidad, diversificación y estabilidad financiera constituye actualmente uno de los principales retos para los family offices con exposición significativa a mercados privados.

Además, la evolución reciente de los mercados financieros sugiere que los desafíos asociados a la liquidez podrían adquirir una importancia todavía mayor en los próximos años. El crecimiento continuado de los mercados privados, junto con contextos monetarios más inciertos y mayores niveles de volatilidad financiera, podría aumentar la necesidad de estructuras patrimoniales más flexibles y mecanismos de control de riesgo más sofisticados.

A través del análisis desarrollado, puede concluirse que la gestión de la liquidez ya no debe considerarse únicamente una cuestión técnica u operativa dentro de la construcción de carteras patrimoniales. En definitiva, la gestión de la liquidez aparece hoy como uno de los elementos centrales de la gestión patrimonial contemporánea, especialmente para aquellos inversores con elevada exposición a activos ilíquidos y estrategias de inversión de largo plazo.

8. CONCLUSIONES

El presente Trabajo de Fin de Grado ha analizado los principales desafíos asociados a la gestión de la liquidez en carteras con exposición significativa a mercados privados dentro del ámbito de los family offices. A lo largo del trabajo se ha observado cómo el crecimiento progresivo de activos ilíquidos en numerosas estrategias patrimoniales ha incrementado la importancia de la planificación financiera y del control de riesgos relacionados con compromisos de inversión y necesidades futuras de liquidez.

El análisis realizado muestra que las inversiones en mercados privados presentan características financieras específicas que las diferencian claramente de las inversiones tradicionales cotizadas. La estructura basada en compromisos de capital y llamadas de capital introduce incertidumbre temporal sobre los flujos financieros futuros y obliga a los inversores a mantener mecanismos adecuados de planificación y control de liquidez.

Asimismo, el trabajo confirma que el riesgo de liquidez constituye uno de los principales desafíos asociados a este tipo de inversiones. Este riesgo no se limita únicamente a la falta inmediata de efectivo, sino que también incluye la dificultad de responder a obligaciones financieras sin realizar ventas forzadas de activos o asumir costes significativos en contextos de tensión financiera.

Los distintos casos documentales analizados muestran que incluso inversores institucionales y patrimoniales con elevados niveles de sofisticación financiera pueden experimentar tensiones relevantes cuando coinciden varios factores adversos, como caídas de mercado, retrasos en distribuciones y restricciones de financiación. Casos como el de Harvard durante la crisis de 2008 o las tensiones recientes relacionadas con el denominator effect ilustran cómo la combinación de compromisos elevados y activos ilíquidos puede aumentar significativamente la vulnerabilidad financiera de determinadas carteras.

Por otra parte, el trabajo pone de manifiesto que no existe una solución única aplicable a todos los family offices. Las necesidades de liquidez y la estructura óptima de cartera dependen de múltiples factores, como el horizonte temporal, el perfil de riesgo, las necesidades familiares o el nivel de exposición a activos privados. Como consecuencia, la construcción de políticas de liquidez requiere un enfoque flexible y adaptado a las características específicas de cada estructura patrimonial.

En este contexto, herramientas como las reservas de liquidez (cash buffers), la planificación temporal de compromisos (pacing), la financiación contingente y los ejercicios de simulación

de escenarios adversos (stress testing) pueden contribuir de manera significativa a mejorar la resiliencia financiera de las carteras. No obstante, el trabajo también muestra que estos mecanismos deben utilizarse de forma complementaria y equilibrada, teniendo en cuenta tanto la necesidad de preservar liquidez como los objetivos de rentabilidad de largo plazo.

Además, la investigación permite observar cómo la gestión de la liquidez ha adquirido una dimensión cada vez más estratégica dentro de la gestión patrimonial contemporánea. En un entorno donde los mercados privados ocupan un papel creciente dentro de las estrategias de inversión, la capacidad de equilibrar rentabilidad, iliquidez y estabilidad financiera representa uno de los principales retos para numerosos inversores patrimoniales.

Finalmente, el presente trabajo presenta ciertas limitaciones derivadas principalmente del uso de fuentes secundarias y documentación pública. La ausencia de datos privados detallados sobre carteras de family offices limita el desarrollo de análisis cuantitativos más avanzados. Asimismo, la gran heterogeneidad existente entre distintas estructuras patrimoniales dificulta la generalización absoluta de determinadas prácticas de gestión.

Como posibles líneas futuras de investigación, resultaría interesante profundizar en el análisis cuantitativo de estructuras de liquidez, estudiar modelos específicos de asignación de activos en family offices o analizar cómo las nuevas condiciones monetarias y financieras pueden modificar las estrategias de inversión en mercados privados durante los próximos años.

9. LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

El presente Trabajo de Fin de Grado presenta varias limitaciones que deben tenerse en cuenta al interpretar el análisis desarrollado. En primer lugar, la investigación se basa principalmente en fuentes secundarias, informes sectoriales y documentación pública relacionada con mercados privados y gestión patrimonial. Como consecuencia, el trabajo no incorpora información financiera privada ni datos internos detallados procedentes de family offices, lo que limita la posibilidad de desarrollar análisis cuantitativos más precisos sobre estructuras reales de liquidez y asignación patrimonial.

Asimismo, la gran heterogeneidad existente entre distintos tipos de family offices dificulta la generalización absoluta de determinadas prácticas de gestión. Las necesidades de liquidez, los niveles de exposición a activos ilíquidos y las políticas de inversión pueden variar

significativamente en función del tamaño del patrimonio, del perfil de riesgo de la familia o de los objetivos patrimoniales de largo plazo.

Por otra parte, debido a la naturaleza del trabajo y a la limitada disponibilidad de información comparable sobre carteras privadas, el análisis desarrollado se centra principalmente en mecanismos conceptuales, tendencias observadas y estudios de casos documentales, sin incorporar modelos econométricos complejos ni simulaciones cuantitativas avanzadas.

No obstante, el trabajo permite construir un marco de análisis útil para comprender los principales desafíos asociados a la gestión de liquidez en carteras con exposición significativa a mercados privados y analizar cómo distintos mecanismos financieros pueden contribuir a mejorar la resiliencia patrimonial en contextos de incertidumbre.

Como posibles líneas futuras de investigación, resultaría interesante profundizar en el análisis cuantitativo de estructuras de liquidez en family offices, desarrollar modelos de simulación aplicados a compromisos de inversión en mercados privados o estudiar de manera más específica el impacto de las nuevas condiciones monetarias sobre las estrategias patrimoniales de largo plazo. Asimismo, futuras investigaciones podrían comparar políticas de liquidez entre distintos tipos de inversores institucionales y patrimoniales con el objetivo de identificar modelos de gestión más eficientes en distintos contextos financieros.

10. BIBLIOGRAFÍA

Banco Central Europeo (2024) Statistical Data Warehouse. Disponible en:

<https://data.ecb.europa.eu/> (Consultado: noviembre 2025).

Banco Central Europeo (2025) Euro area yield curves. Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html (Consultado: noviembre 2025).

Banco Central Europeo (2025) Euro short-term rate (€STR). Disponible en:

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/index.en.html (Consultado: noviembre 2025).

Bank for International Settlements (2016) Low long-term interest rates as a global phenomenon, BIS Working Paper No. 574. Basel: BIS. Disponible en:

<https://www.bis.org/publ/work574.pdf>

Brown, J.R. (ed.) (2010) How the Financial Crisis and Great Recession Affected Higher Education. NBER Conference Volume. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. Disponible en: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c12858/c12858.pdf>

Cambridge Associates (2024) Private Investment Benchmarks. Disponible en:

<https://www.cambridgeassociates.com/private-investment-benchmarks/> (Consultado: noviembre 2025).

Campden Wealth y RBC Wealth Management (2025) The North America Family Office Report 2025. Disponible en: <https://www.rbcwealthmanagement.com/assets/wp-content/uploads/documents/campaign/the-north-america-family-office-report-2025.pdf>

Farther (2023) 'The "Yale Model" is Broken', Farther Insights. Disponible en: <https://www.farther.com/post/the-yale-model-is-broken> (Consultado: noviembre 2025).

Federal Reserve Bank of St. Louis (2024) ECB Deposit Facility Rate (ECBDFR), FRED Economic Data. Disponible en: <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBDFR> (Consultado: noviembre 2025).

Gredil, O., Griffiths, B. y Stucke, R. (2023) 'Benchmarking Private Equity: The Direct Alpha Method', SSRN Working Paper. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4174563

Harris, R.S., Jenkinson, T. y Kaplan, S.N. (2014) 'Private Equity Performance: What Do We Know?', *The Journal of Finance*, 69(5), pp. 1851–1882. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1932316

Harris, R.S., Jenkinson, T. y Kaplan, S.N. (2020) *Has Persistence Persisted in Private Equity? Evidence from Buyout and Venture Capital Funds*, NBER Working Paper No. 28109. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. Disponible en: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w28109/w28109.pdf

Harvard Business Review (2013) 'What We've Learned from the Financial Crisis', *Harvard Business Review*, noviembre. Disponible en: <https://hbr.org/2013/11/what-weve-learned-from-the-financial-crisis>

Harvard Magazine (2009) 'Sharp Endowment Decline Reported: Harvard endowment falls from \$36.9 billion to \$26 billion', *Harvard Magazine*, septiembre. Disponible en: <https://www.harvardmagazine.com/2009/09/sharp-endowment-decline-reported>

Harvard Magazine (2010) 'Moody's Analyzes Harvard and University Financial Crises', *Harvard Magazine*, junio. Disponible en: <https://www.harvardmagazine.com/2010/06/moodys-analyzes-harvard-and-university-financial-crises>

ICE Data Indices (2024) ICE Bond Index Methodologies. Disponible en:

https://www.ice.com/publicdocs/data/Bond_Index_Methodologies.pdf

Kaplan, S.N. y Schoar, A. (2005) 'Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows', *The Journal of Finance*, 60(4), pp. 1791–1823. Disponible en:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473341

Mladina, P. (2010) 'Lessons from Yale's Endowment Model and the Financial Crisis',

Advisor Perspectives, 20 abril. Disponible en:

<https://www.advisorperspectives.com/articles/2010/04/20/lessons-from-yale-s-endowment-model-and-the-financial-crisis>

MSCI (2024) MSCI Index Calculation Methodology. Disponible en:

https://www.msci.com/indexes/documents/methodology/0_MSCI_Index_Calculation_Methodology_20240812.pdf

Sorensen, M., Wang, N. y Yang, J. (2014) 'Valuing Private Equity', *The Review of Financial Studies*, 27(7), pp. 1977–2021. Disponible en:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2259261

UBS (2025) Global Family Office Report 2025. Zurich: UBS. Disponible en:

<https://www.ubs.com/content/dam/assets/wma/static/documents/ubs-gfo-report.pdf>

Vardi, N. (2009) 'Harvard: The Inside Story of Its Finance Meltdown', *Forbes*, 16 marzo.

Disponible en:

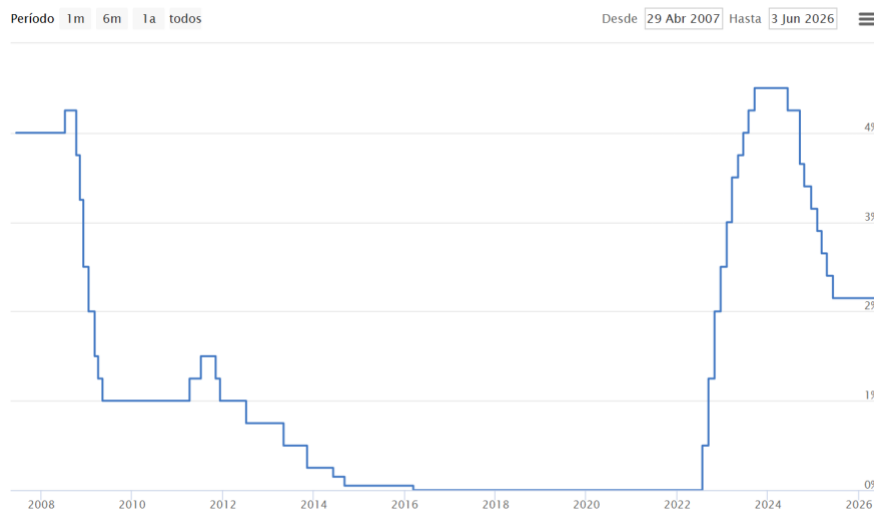
https://www.forbes.com/forbes/2009/0316/080_harvard_finance_meltdown.html

10. ANEXOS

Anexo I: Evolución de los tipos de interés del BCE (2008–2026)

Gráfico Evolución del Deposit Facility Rate y del €STR.

Fuente: BCE



Anexo II: Evolución de la asignación a mercados privados en family offices (2019–2025)

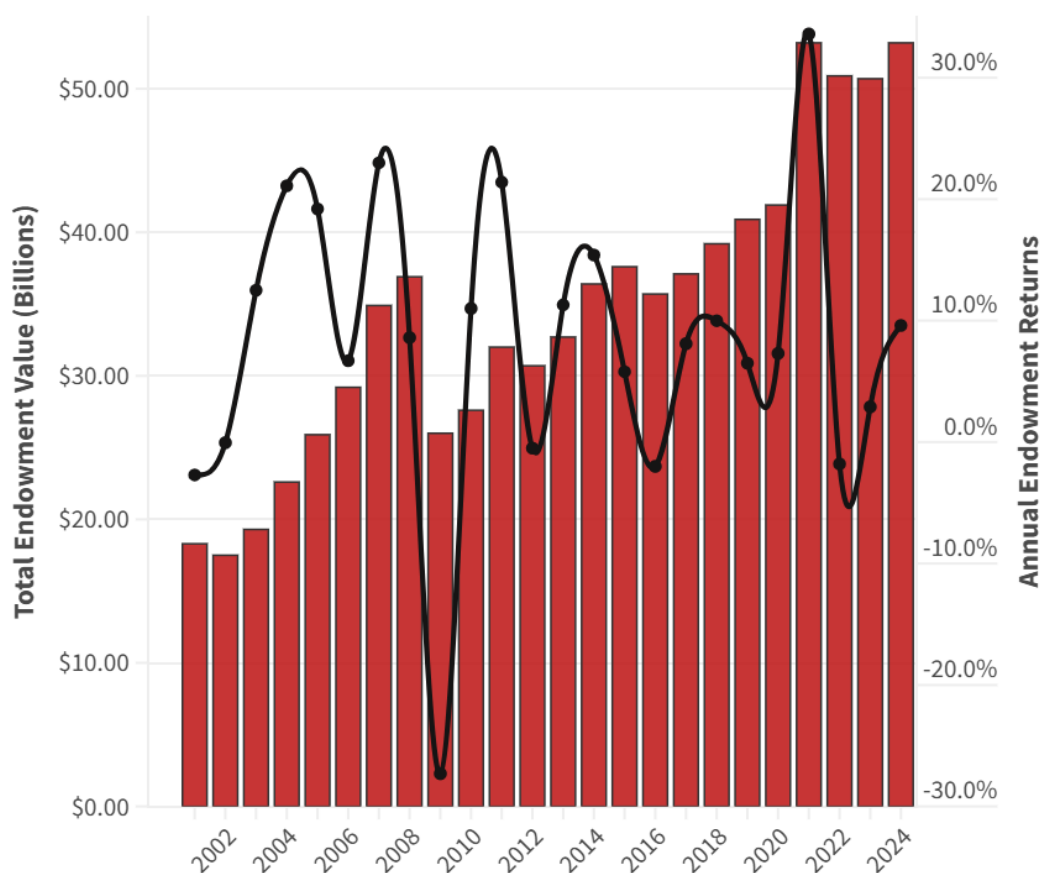
Tabla extraída del UBS Global Family Office Report 2025.

	2019 actual	2020 actual	2021 actual	2022 actual	2023 actual	2024 actual	2025 plan
Fixed income (developed markets)	11%	13%	11%	12%	16%	15%	17%
Fixed income (emerging markets)	6%	5%	4%	3%	3%	3%	2%
Equities (developed markets)	23%	24%	24%	25%	24%	26%	29%
Equities (emerging markets)	6%	8%	8%	6%	4%	4%	4%
Private equity (direct investments)	9%	10%	13%	9%	11%	11%	8%
Private equity (funds/funds of funds)	7%	8%	8%	10%	11%	10%	10%
Private debt	N/A	N/A	2%	2%	2%	4%	5%
Hedge funds	5%	6%	4%	7%	5%	4%	4%
Real estate	14%	13%	12%	13%	10%	11%	10%
Infrastructure	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%
Gold/precious metals	3%	2%	1%	2%	1%	2%	2%
Commodities	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Cash (or cash equivalent)	13%	10%	10%	9%	10%	8%	6%
Art and antiques	3%	1%	1%	2%	1%	1%	1%

Anexo III: Harvard University Endowment Performance (2001–2024)

Gráfico extraído de The Harvard Crimson

Harvard University Endowment Performance Fiscal Years 2001 - 2024



Anexo VI: Glosario técnico extendido

El presente glosario amplía la "Lista de abreviaturas" incluida al inicio del trabajo, ofreciendo definiciones completas y contextualizadas de los principales términos técnicos utilizados en el ámbito de los mercados privados, la gestión patrimonial y la liquidez. Su objetivo es facilitar la lectura del trabajo a un público no necesariamente especializado y, al mismo tiempo, fijar de forma rigurosa el sentido con el que se emplea cada concepto en el cuerpo del análisis. Los términos se presentan **por orden alfabético**, indicando cuando corresponde su acrónimo, su equivalente en inglés y la sección del trabajo en la que se utilizan principalmente.

A

Activos alternativos (*Alternative assets*) Categoría de inversión que agrupa los activos no incluidos en las clases tradicionales de renta fija y renta variable cotizada. Incluye

principalmente *private equity*, *venture capital*, *hedge funds*, *real estate*, *infrastructure* y *natural resources*. Se caracterizan habitualmente por una menor liquidez, un horizonte temporal más amplio y una expectativa de rentabilidad superior, asociada a una prima de iliquidez (Kaplan y Schoar, 2005). *Sección de referencia : 3.2.*

Asset allocation (*Asignación estratégica de activos*) Proceso mediante el cual un inversor define la distribución de su cartera entre las distintas clases de activos en función de su perfil de riesgo, horizonte temporal y objetivos patrimoniales. Constituye la decisión que mayor impacto tiene sobre la rentabilidad y el riesgo a largo plazo de una cartera (UBS, 2025). *Sección de referencia : 3.1.*

C

Capital call (*Llamada de capital*) Solicitud formal realizada por el gestor de un fondo privado (*General Partner*) a sus inversores (*Limited Partners*) para que aporten una parte del capital previamente comprometido. Las *capital calls* se producen de forma escalonada a lo largo del período de inversión del fondo, lo que genera un perfil de flujos de caja específico y exige una planificación rigurosa de la liquidez por parte del inversor (Harris, Jenkinson y Kaplan, 2014). *Sección de referencia : 3.3.*

Cash buffer (*Reserva de liquidez*) Conjunto de activos en efectivo o equivalentes mantenidos por un inversor con el objetivo de cubrir compromisos futuros, gastos operativos y posibles imprevistos sin necesidad de recurrir a la venta de activos ilíquidos en condiciones desfavorables. Su dimensionamiento depende del volumen de *unfunded commitments*, del calendario previsto de *capital calls* y del perfil de riesgo del family office. *Sección de referencia : 5.2.*

Cash drag Pérdida de rentabilidad inducida por mantener una proporción elevada de activos líquidos de baja remuneración dentro de una cartera. El *cash drag* se acentúa en entornos de bajos tipos de interés, en los que el coste de oportunidad de la liquidez es especialmente elevado (Banco Central Europeo, 2025 ; Federal Reserve Bank of St. Louis, 2024). *Sección de referencia : 5.2.*

Compromiso (Commitment) Importe total que un inversor se compromete a aportar a un fondo privado a lo largo de su período de inversión. El compromiso no se desembolsa de una sola vez, sino mediante sucesivas *capital calls*. La parte del compromiso aún no aportada se denomina *unfunded commitment*. *Sección de referencia : 3.3.*

Curva en J (*J-curve*) Patrón temporal típico de la rentabilidad de los fondos de *private equity*, caracterizado por resultados inicialmente negativos durante los primeros años de vida

del fondo debido a las comisiones de gestión y a la inversión progresiva del capital seguidos de una recuperación y posterior generación de retornos positivos a medida que las inversiones maduran y se producen las desinversiones (Harris, Jenkinson y Kaplan, 2020 ; Gredil, Griffiths y Stucke, 2023). *Sección de referencia : 3.3.*

D

Denominator effect (*Efecto denominador*) Fenómeno por el cual, ante una caída del valor de los activos cotizados de una cartera, el peso relativo de los activos privados cuyas valoraciones se actualizan con menor frecuencia aumenta de forma mecánica, generando una sobreexposición no deseada a activos ilíquidos. Este efecto fue particularmente visible durante la crisis de 2008 y nuevamente entre 2022 y 2024, y constituye uno de los principales riesgos asociados a una elevada exposición a mercados privados (Brown, 2010). *Sección de referencia : 6.3.*

Direct Alpha Métrica de evaluación del rendimiento de los fondos privados desarrollada como alternativa al *Public Market Equivalent* (PME). El *Direct Alpha* permite expresar el exceso de rentabilidad de un fondo privado respecto a un índice de referencia cotizado, en forma de tasa anualizada, facilitando así la comparación directa con los mercados públicos (Gredil, Griffiths y Stucke, 2023). *Sección de referencia : 3.3.*

Distribución (Distribution) Pago realizado por un fondo privado a sus inversores como consecuencia de la desinversión total o parcial de una de sus participaciones. Las distribuciones constituyen el principal mecanismo de retorno del capital invertido en *private equity* y suelen concentrarse en la segunda mitad de la vida del fondo. *Sección de referencia : 3.3.*

F

Family office Estructura privada dedicada a la gestión integral del patrimonio de una o varias familias de elevado patrimonio neto. Sus funciones incluyen habitualmente la gestión de inversiones, la planificación patrimonial y fiscal, la coordinación intergeneracional y, en algunos casos, servicios complementarios de tipo administrativo o filantrópico. Se distingue entre *single family office* (una única familia) y *multi family office* (varias familias) (UBS, 2025 ; Campden Wealth y RBC Wealth Management, 2025). *Sección de referencia : 3.1.*

Financiación contingente (*Contingent financing*) Conjunto de instrumentos de crédito previamente negociados líneas de crédito comprometidas, *NAV facilities*, préstamos *lombardos* que un inversor puede activar puntualmente para cubrir necesidades temporales de

liquidez sin tener que vender activos en condiciones desfavorables. *Sección de referencia* : 5.4.

G

General Partner (GP) Sociedad gestora de un fondo privado, responsable de la selección de inversiones, la gestión operativa del fondo y la realización de las desinversiones. El GP cobra habitualmente una comisión de gestión anual (*management fee*) y una participación en los beneficios (*carried interest*) por encima de un determinado umbral de rentabilidad (*hurdle rate*). *Sección de referencia* : 3.3.

Gobernanza patrimonial (*Wealth governance*) Conjunto de reglas, procedimientos y órganos de decisión que estructuran la gestión del patrimonio de una familia o family office. Incluye habitualmente el *Investment Policy Statement* (IPS), los comités de inversión, los protocolos de revisión periódica y los mecanismos de toma de decisiones intergeneracional. *Sección de referencia* : 5.5.

H

Hurdle rate (*Tasa de rentabilidad mínima*) Umbral de rentabilidad mínimo que un fondo privado debe alcanzar antes de que su gestor (GP) tenga derecho a percibir una participación en los beneficios (*carried interest*). Constituye un mecanismo de alineación de intereses entre el GP y los inversores. *Sección de referencia* : 3.3.

I

Iliquidez (*Illiquidity*) Característica de los activos cuya conversión en efectivo requiere un plazo prolongado, implica costes significativos o exige aceptar una reducción importante respecto a su valor teórico. La iliquidez es una de las principales fuentes de riesgo en los mercados privados, pero también una de las principales fuentes de rentabilidad esperada a través de la denominada *prima de iliquidez* (Sorensen, Wang y Yang, 2014). *Sección de referencia* : 3.2.

Investment Policy Statement (IPS) (*Declaración de política de inversión*) Documento formal que define los objetivos, el horizonte temporal, el perfil de riesgo, las restricciones operativas y los criterios de revisión de una cartera. Constituye una herramienta central de la gobernanza patrimonial, especialmente en el caso de los family offices con vocación intergeneracional. *Sección de referencia* : 5.5.

IRR (*Internal Rate of Return Tasa Interna de Retorno, TIR*) Tasa de descuento que iguala a cero el valor actual neto de los flujos de caja de una inversión. Es una de las métricas más utilizadas para medir la rentabilidad de los fondos de *private equity*, aunque presenta limitaciones conocidas en presencia de flujos irregulares o de horizontes muy largos (Kaplan y Schoar, 2005). *Sección de referencia : 3.3.*

L

Limited Partner (LP) Inversor de un fondo privado cuya responsabilidad se limita al importe comprometido. Los LP no participan en la gestión operativa del fondo, función que corresponde al *General Partner* (GP). Los family offices, fondos de pensiones, fondos soberanos y endowments universitarios figuran entre los principales LP de los mercados privados. *Sección de referencia : 3.3.*

M

Mercados privados (*Private markets*) Conjunto de mercados en los que se negocian activos no cotizados en bolsa, principalmente *private equity*, *venture capital*, *private debt*, *infrastructure* y *real estate* no cotizado. Se caracterizan por una menor transparencia, una menor liquidez y un horizonte temporal más amplio que los mercados cotizados. *Sección de referencia : 3.2.*

Multiplicador (Multiple of Invested Capital MOIC ; Total Value to Paid-In TVPI)

Métrica que expresa la relación entre el valor total generado por un fondo privado (distribuciones realizadas más valor residual) y el capital efectivamente desembolsado por los inversores. Complementa a la TIR (IRR) ofreciendo una visión absoluta del retorno generado, independiente del tiempo. *Sección de referencia : 3.3.*

N

NAV (*Net Asset Value Valor liquidativo*) Valor neto de los activos de un fondo o cartera, calculado como la diferencia entre el valor total de sus activos y el de sus pasivos. En los mercados privados, el NAV se actualiza habitualmente con frecuencia trimestral y puede diferir significativamente del precio que se obtendría en una venta efectiva en el mercado secundario, especialmente en períodos de tensión (Vardi, 2009). *Sección de referencia : 3.3.*

NAV facility Línea de crédito otorgada a un inversor o a un fondo privado, garantizada por el valor neto (NAV) de sus participaciones en uno o varios fondos. Constituye una herramienta

de financiación contingente cada vez más utilizada por los family offices con exposición significativa a mercados privados. *Sección de referencia : 5.4.*

P

Pacing Estrategia de planificación temporal de los compromisos en mercados privados, consistente en distribuir las aportaciones a fondos de distintos *vintages* a lo largo del tiempo. El *pacing* permite estabilizar los flujos de caja, evitar la concentración en un único contexto económico y mejorar la previsibilidad de las llamadas de capital y de las distribuciones (Harris, Jenkinson y Kaplan, 2014, 2020). *Sección de referencia : 5.3.*

PME (*Public Market Equivalent* *Equivalente de mercado público*) Métrica desarrollada por Kaplan y Schoar (2005) para comparar la rentabilidad de un fondo privado con la que se habría obtenido invirtiendo los mismos flujos de caja en un índice cotizado de referencia. Un PME superior a 1 indica que el fondo privado ha superado al índice de referencia ; un PME inferior a 1 indica lo contrario. *Sección de referencia : 3.3.*

Prima de iliquidez (*Illiquidity premium*) Compensación adicional, en términos de rentabilidad esperada, que los inversores exigen por mantener activos cuya conversión en efectivo es lenta, costosa o incierta. Constituye uno de los principales argumentos teóricos a favor de la inversión en mercados privados (Sorensen, Wang y Yang, 2014). *Sección de referencia : 3.2.*

Private equity (PE) Categoría de inversión consistente en la toma de participaciones en empresas no cotizadas, habitualmente con un horizonte temporal de entre 5 y 10 años y con el objetivo de generar valor mediante la transformación operativa, financiera o estratégica de las empresas participadas (Harris, Jenkinson y Kaplan, 2014). *Sección de referencia : 3.3.*

S

Secondary market (*Mercado secundario de fondos privados*) Mercado en el que los inversores en fondos privados pueden vender sus participaciones antes del final del período de inversión, generalmente con un descuento respecto al NAV reportado. Constituye una herramienta de generación de liquidez extraordinaria, particularmente utilizada en períodos de tensión, como demostró el caso de Harvard en 2008–2009 (Vardi, 2009). *Sección de referencia : 5.4 y Anexo III.*

Stress testing (*Simulación de escenarios adversos*) Ejercicio de modelización consistente en evaluar el comportamiento de una cartera ante combinaciones de factores adversos caídas simultáneas de los mercados, subidas rápidas de tipos de interés, concentración de *capital*

calls, etc. con el objetivo de identificar vulnerabilidades antes de que se materialicen (Harvard Business Review, 2013). *Sección de referencia* : 5.4 y 6.1.

U

Unfunded commitments (*Compromisos no desembolsados*) Parte del compromiso total de un inversor en un fondo privado que aún no ha sido aportada mediante *capital calls*. Los *unfunded commitments* representan un pasivo contingente significativo y constituyen uno de los principales determinantes de las necesidades de liquidez de un family office. En el caso de Harvard, alcanzaron aproximadamente 11 mil M\$ en 2008–2009 (Vardi, 2009). *Sección de referencia* : 5.2 y Anexo III.

V

Vintage Año de creación o de primera inversión de un fondo privado. La diversificación entre distintos *vintages* es decir, la inversión escalonada a lo largo de varios años constituye una de las prácticas centrales de la estrategia de *pacing*, ya que permite reducir la dependencia de un único contexto macroeconómico (Harris, Jenkinson y Kaplan, 2014, 2020). *Sección de referencia* : 5.3.

Y

Yale Model (*Modelo Yale / Endowment Model*) Enfoque de gestión patrimonial desarrollado bajo la dirección de David Swensen en el endowment de la Universidad de Yale, caracterizado por una elevada diversificación hacia activos alternativos y mercados privados, sobre la base de la idea de que los inversores con horizontes temporales amplios pueden asumir mayores niveles de iliquidez a cambio de expectativas de rentabilidad superiores (Mladina, 2010 ; Farther, 2023). *Sección de referencia* : 6.2.

Fuentes utilizadas en este anexo

- **Banco Central Europeo (2025)** *Euro short-term rate (€STR)*.
- **Brown, J.R. (ed.) (2010)** *How the Financial Crisis and Great Recession Affected Higher Education*. NBER Conference Volume.
- **Campden Wealth y RBC Wealth Management (2025)** *The North America Family Office Report 2025*.
- **Farther (2023)** 'The "Yale Model" is Broken'.

- **Federal Reserve Bank of St. Louis (2024)** *ECB Deposit Facility Rate (ECBDFR)*, FRED Economic Data.
- **Gredil, O., Griffiths, B. y Stucke, R. (2023)** 'Benchmarking Private Equity : The Direct Alpha Method'.
- **Harris, R.S., Jenkinson, T. y Kaplan, S.N. (2014)** 'Private Equity Performance : What Do We Know?', *The Journal of Finance*, 69(5).
- **Harris, R.S., Jenkinson, T. y Kaplan, S.N. (2020)** *Has Persistence Persisted in Private Equity?*, NBER Working Paper No. 28109.
- **Harvard Business Review (2013)** 'What We've Learned from the Financial Crisis'.
- **Kaplan, S.N. y Schoar, A. (2005)** 'Private Equity Performance : Returns, Persistence, and Capital Flows', *The Journal of Finance*, 60(4).
- **Mladina, P. (2010)** 'Lessons from Yale's Endowment Model and the Financial Crisis'.
- **Sorensen, M., Wang, N. y Yang, J. (2014)** 'Valuing Private Equity', *The Review of Financial Studies*, 27(7).
- **UBS (2025)** *Global Family Office Report 2025*.
- **Vardi, N. (2009)** 'Harvard : The Inside Story of Its Finance Meltdown', *Forbes*.

Anexo VII: Uso IA

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Louis Latreille estudiante de E4 de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado " Family Offices: gestión de la liquidez y compromisos de inversión en mercados privados en entornos de bajos tipos de interés ", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación :

1. Brainstorming de ideas de investigación: Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
3. Referencias: Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
4. Metodólogo: Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
7. Constructor de plantillas: Para diseñar formatos específicos para secciones del trabajo.
8. Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
13. Revisor: Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
15. Traductor: Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 03/06/2026

Firma:

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'L' followed by a period.