



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

LA COMPLEMENTACIÓN DE UNA CARTERA A TRAVÉS DE LA INVERSIÓN ALTERNATIVA

Clave: 201605676

Madrid,
Abril 2020

LA COMPLEMENTACIÓN DE UNA CARTERA A TRAVÉS DE LA INVERSIÓN ALTERNATIVA.



Contenido

1.INTRODUCCIÓN	4
2.OBJETIVOS	6
3. METODOLOGÍA	7
4. ESTADO DE LA CUESTIÓN	8
5. INVERSIÓN ALTERNATIVA	9
5.1 Características de los activos alternativos	9
5.1.1 Ilquidez	10
5.1.2 Baja correlación con los mercados tradicionales	11
5.1.3 Accionistas activos (a veces propietarios únicos)	12
5.1.4 Rendimientos generados principalmente por alfa con alta dispersión entre los administradores	13
5.2 Tipos de inversión alternativa	14
5.2.1 Capital Riesgo	14
5.2.2 Infraestructuras	19
5.2.3 Hedge Funds	26
5.2.4 Inmobiliario	30
5.2.5 Materias Primas	34
5.2.6 Pleitos	40
5.2.7 Estrategias	43
6. OPINIÓN DE LOS GESTORES	44
7. CONCLUSIÓN	54
8. BIBLIOGRAFÍA	56
9. ANEXO I (Cuestionario base utilizado en las entrevistas)	60

1.INTRODUCCIÓN

En la actualidad hay numerosos acontecimientos que hacen peligrar la escasa estabilidad que subsiste, por ejemplo; la ralentización de la economía alemana, la guerra comercial entre EE. UU y China y el Brexit entre otros. Todo ello está generando una serie de transformaciones en cuanto al futuro de la economía y, por ende, en la manera de invertir.

El mercado de bonos está causando cierta preocupación debido a su bajo rendimiento. Los dos principales bancos centrales del mundo, la Reserva Federal de EE. UU y el BCE han establecido que los tipos de interés bajos se mantendrán el tiempo que sea necesario, actualmente al 0%. Estas variaciones son únicamente atractivas para las empresas pues el coste de financiación no ha aumentado y por ello el nivel de apalancamiento tampoco ha disminuido. Sin embargo, de acuerdo con Valdivieso-Lama, para los inversores no resulta tan atractiva esta situación.

Por otro lado, los activos de renta fija de las economías desarrolladas muestran unos tipos de interés negativos donde, dos de cada tres bonos en Europa ofrecen tipos negativos, entre ellos cabe mencionar el bono español con un rendimiento del 0.56%, el alemán con un -0.42% o el estadounidense con un 0.82%. Lo que hace unos meses la bolsa predecía una mejora, este positivismo se ha visto reducido ante estas perspectivas de desaceleración. (S.Pérez, 2019)

A su vez, dentro del conjunto de inversiones tradicionales también encontramos la renta variable. Este tipo de inversión conlleva que la recuperación del total invertido y la obtención de rentabilidad no están garantizadas, es por ello por lo que ante la incertidumbre los inversores están empezando a huir hacia otro tipo de activos más seguros. Según datos de Morningstar, desde principios del año 2019 hasta septiembre de ese mismo año, la renta variable ha experimentado salidas valoradas en más de 44.000 millones de euros en el mercado global.

En consecuencia, la obtención de rentabilidad dados los niveles y el contexto de los mercados no resulta fácil. Es en estos momentos en los que las fórmulas clásicas de ahorro (depósitos, bonos, fondos monetarios) no ofrecen rendimientos atractivos, son las inversiones no tradicionales las que se consideran una alternativa con la posibilidad de generar rentabilidad debido a su alta descorrelación con estos activos.

Las inversiones alternativas tienen una gran probabilidad de crear mayores niveles de rentas para una cartera. A pesar de ello, no se debe optar por estas inversiones como la única opción, sino complementarlas, de tal manera que obtengamos una cartera diversificada y, por lo tanto, con un menor riesgo. En consecuencia, hay algunos bancos o entidades que ya han invertido cierto porcentaje de las carteras de sus inversores en estos activos, dependiendo del perfil del inversor. En este sentido, S. Pérez (2019) afirma:

“Los fondos de inversión alternativa están ganando peso en las estrategias de los expertos. En Bankinter representan ya el 15% en las carteras globales de fondos en sus tres perfiles básicos: conservador, moderado y agresivo. En Banca March es aún mayor, A los inversores más conservadores les asignan un 18% de su cartera en inversión alternativa frente a sólo un 3% en Bolsa.”

Este tipo de inversiones, al contrario que la renta fija y renta variable, no es un número específico de activos. Según el gestor de inversiones estadounidense, BlackRock, en general se puede dividir en dos tipos; el primero formado por inversiones en activos no tradicionales como pueden ser las energías renovables, y el segundo tipo se puede ver como una estrategia de inversión en instrumentos tradicionales, pero mediante el uso de métodos alternativos como pueden ser las ventas en corto o el apalancamiento.

2.OBJETIVOS

El objetivo de este Trabajo de Fin de Grado es realizar un análisis de las inversiones alternativas, inversiones que tras la crisis del 2008 experimentaron un gran crecimiento. Keith Black, director general de CAIA establece que las inversiones alternativas se han incrementado en 9 billones de dólares en los últimos 10 años, pasando de 5 a 14 billones. En su gran mayoría este tipo de inversiones se consideran nuevos proyectos o nuevas formas de invertir todavía desconocidas es por ello por lo que a lo largo de este proyecto se tratará de ver si, teniendo en cuenta la situación actual global, de la economía y diferentes aspectos, es verdaderamente rentable invertir en opciones alternativas o no. Para lograr la finalidad principal de este trabajo y proporcionar una información más amplia y variada se irá respondiendo a diferentes preguntas.

Lo primero que se tratará de evidenciar será si la renta variable y la renta fija deberían continuar siendo los principales componentes en la cartera de un inversor. ¿Son suficientemente positivos los resultados de estos instrumentos financieros para los inversores o deben de sustituir parcialmente el peso en los mismos por inversiones alternativas?

Por otro lado, partiendo de la base de que la hipótesis del primer objetivo es que deberían reducir su porcentaje en cartera en cuanto a inversiones tradicionales se refiere, se definirán las ventajas de las inversiones alternativas. Se analizarán los diferentes puntos a valorar al invertir en ellos. Habrá que tener en cuenta el riesgo que conllevan, los plazos de inversión, la iliquidez, el potencial de rentabilidad, entre otros. Una vez realizado un análisis genérico de éstas se profundizará en los diferentes tipos de inversiones alternativas para aportar conocimiento sobre el tipo de clientes y carteras en las que puede haber mayor encaje.

Numerosos inversores no están familiarizados con el contenido detallado de cada una de las inversiones alternativas disponibles. Por ello, este trabajo las enumera y explica para quienes, cuándo y por qué cobra sentido incorporarlas en las carteras y a qué tipo de inversores no les conviene.

3. METODOLOGÍA

Para la realización de este trabajo y poder así lograr alcanzar de una manera óptima los objetivos planteados para este proyecto, se ha realizado una exhaustiva investigación de la materia utilizando diferentes recursos. La bibliografía utilizada para ello ha sido muy variada para obtener una información más completa, empezando por libros y textos académicos y artículos periodísticos, así como información publicada por bancos y entrevistas a expertos del sector.

Los libros y textos académicos han sido encontrados a través de páginas de búsqueda como Google Scholar y también libros de la biblioteca de la Universidad Pontificia de Comillas. Estas fuentes han sido necesarias para un mejor conocimiento y poder contrastar información. Por otro lado, la lectura constante de artículos periodísticos de actualidad ha sido fundamental para estar informado en todo momento de la evolución de los diferentes apartados del trabajo. Estos artículos se han obtenido de fuentes totalmente fiables como pueden ser periódicos de información general como El País, así como financieros; Cinco Días o Expansión. Para ampliar el espectro geográfico también han sido utilizadas fuentes extranjeras como The New York Times. Se ha contado con la ayuda de informes realizados por grandes empresas financieras como PwC, Cambridge Associates o Mckinsey.

La información obtenida de bancos y entidades gestoras de inversiones para lograr el objetivo de este proyecto ha sido de gran ayuda ya que es una información directa. Se han empleado como fuentes, entre otras, informes elaborados por el banco Santander, Bankinter, BlackRock o MorningStar.

Por último, las entrevistas realizadas a diferentes expertos del sector financiero y especialistas de estas inversiones servirán de respaldo para confirmar las ideas definidas de este trabajo y de esta manera contribuir a una mejor conclusión y dando una mayor credibilidad a este trabajo.

4. ESTADO DE LA CUESTIÓN

En estos últimos años el mercado de activos alternativos se ha ido desarrollando de tal manera que el porcentaje en estas inversiones ha incrementado de manera importante. Según un estudio de Aberdeen Standard, el total de dólares invertidos en activos alternativos en el mercado global durante el año 2011 fue de 409 billones mientras que, en el año 2018, esta cifra aumento a 917 billones. Sin embargo, fue el año 2017 el año de mayor apogeo con un total de 1.021 billones de dólares invertidos. Además, el 25% de aseguradoras, fondos de pensiones, fundaciones y bancas privadas entre otras entidades han llevado a cabo inversiones en estos activos desde el año 2018.

Por otro lado, España también es partícipe de este tipo de inversiones, pero a un ritmo más lento respecto al conjunto global. Esto se debe a que España ha sido uno de los países que, tras la crisis del año 2008, la recuperación económica ha sido más lenta siendo necesarios entre seis y nueve años para volver a índices del PIB en los años de bonanza, en comparación con algunos territorios de la U.E que necesitaron tan solo dos años. Sin embargo, en la actualidad España cuenta con más de 2.000 fondos de inversión alternativa según la consultora Morningstar. Además, entidades españolas están creando alianzas estratégicas con filiales extranjeras para poder crecer en este tipo de gestión alternativa como es el caso de Banca March con K2 Advisors, filial de Franklin Templeton.

5. INVERSIÓN ALTERNATIVA

La reactivación de la economía en países desarrollados tras la crisis del 2008 está siendo débil además de ofrecer unos retornos considerablemente bajos. Estos hechos han generado una intensa competición por la obtención de rentabilidad dando lugar a una oleada de activos alternativos. Estos activos, al ser prácticamente novedosos todavía no tienen una diferenciación definida entre qué es y qué no es parte de este tipo de inversión por lo que, para el mejor desarrollo de este proyecto, hacer un breve inciso en qué se va a considerar como activos alternativos es esencial. Con el objetivo de ofrecer un entendimiento óptimo de este estudio es preciso aclarar que los alternativos van a ser todo aquello que no sea ni renta fija ni renta variable.

Por otro lado, la inversión alternativa puede ser distinguida en dos secciones según la gestora de inversiones, Blackrock. Estas dos clases son, por una parte, vehículos que invierten en activos no tradicionales como infraestructura, sector inmobiliario, capital privado entre otros. Asimismo, encontramos estrategias de inversión en activos tradicionales como puede ser el apalancamiento o las ventas en corto.

5.1 Características de los activos alternativos

Peter Lynch, legendario gestor de fondos consiguió durante más de una década obtener una rentabilidad anual de más del 29%, superando con creces al índice de Standard & Poors. Este brillante inversor aconseja en su libro, *Batiendo a Wall Street*, que se debe invertir en aquello que uno conoce y cada inversor se debe convertir en un experto del sector en el que intervenga. Si este consejo es aplicado a las inversiones alternativas, conocer las características de estas será algo fundamental antes de incluirlas en cualquier cartera.

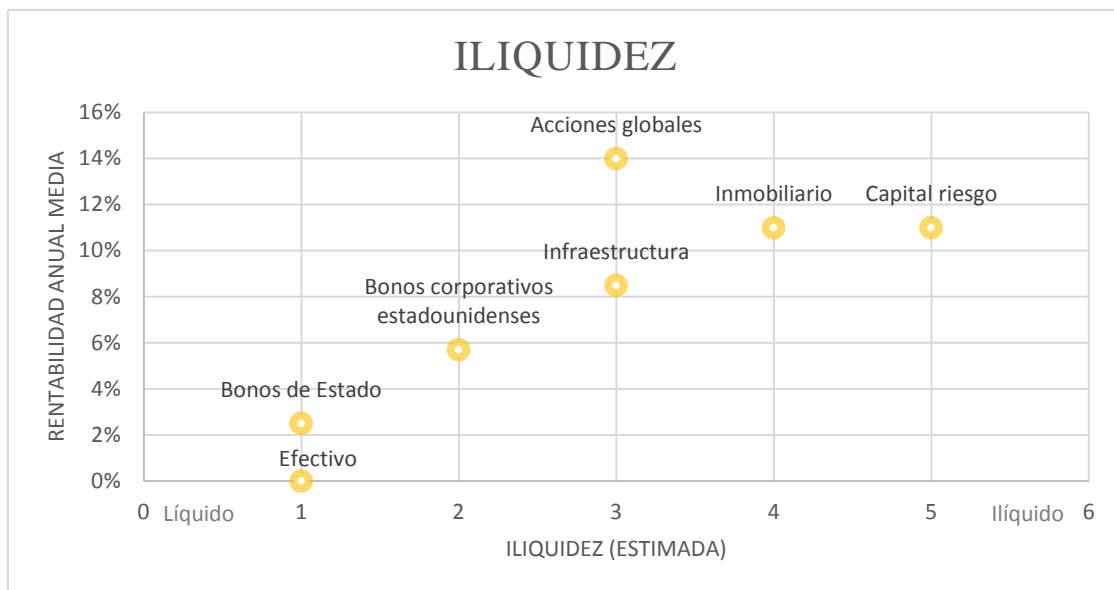
Las características de los activos alternativos hacen que estos sean muy distintos a la inversión tradicional. Sin embargo, es conveniente tener en cuenta que estas características pueden no cumplirse en todos los tipos de alternativos.

5.1.1 Ilquidez

Las inversiones alternativas se caracterizan por ser poco liquidas, esto se debe a varios factores. Lo más destacable es que son inversiones con un horizonte a largo plazo, normalmente entre 7 a 10 años. La ilquidez no se traduce en un mayor riesgo, a menos que las necesidades de liquidez hayan sido mal calculadas (Austin, M., Thurston, D. & Prout, W., 2019). Desafortunadamente, muchos inversores sobreestiman sus verdaderas necesidades de liquidez y, como resultado, pierden un potencial de retorno significativo (Austin, M., Thurston, D. & Prout, W., 2019).

Las inversiones alternativas han ido posicionándose en la sociedad aumentando su demanda. Por ello, se han ido creando vehículos de inversión a través de los cuales, en primer lugar, se ha hecho posible que el pequeño/mediano inversor pueda tener la oportunidad de incluir en su cartera este tipo de activos. En segundo lugar, estos vehículos son una manera indirecta de invertir en alternativos facilitando la salida de estas inversiones, pero este comportamiento no se exime de penalizaciones.

La falta de liquidez también se puede ver como un aspecto positivo, debido a la relación entre la rentabilidad y la liquidez. Esta es una relación con escasa correlación: aquellos activos que posean una menor liquidez tendrán una mayor perspectiva de rentabilidad. En el gráfico que aparece a continuación podemos observar esta relación en los diferentes activos, tanto alternativos como tradicionales.



Fuentes: Zurich Investment. Basado en Antti Ilmanen (en su libro "Regresos esperados", 2011). Estimación subjetiva de illiquidez según Antti Ilmanen. Rentabilidad anual promedio de enero de 2009 a diciembre de 2017, Bloomberg, GAM, Cantab, Zurich Invest AG. El rendimiento pasado no es un indicador del rendimiento futuro.

La liquidez entre los activos alternativos es variable incluso en el mismo tipo de activo ya que como se mencionó previamente, dependerá de la manera en la que se haya invertido.

Tipo de Activo	Tiempo de transacción	Liquidez
Acciones	En segundos	100%
OTC	Posiblemente entre un día y una semana	35%
Deuda Pública	En segundos	Más del 80%
Deuda corporativa	Entre un minuto a un día	25%-35%
Capital Riesgo	De 12 a 14 años, pueden existir transacciones secundarias	Menos de 10%
Inmobiliario	Directo: aprox. 6 meses Fondos: hasta un año	4%-7%
Infraestructuras	De 12 a 14 años, pueden existir transacciones secundarias	Menos de 10%

Fuente: Zurich. Paths to liquidity.

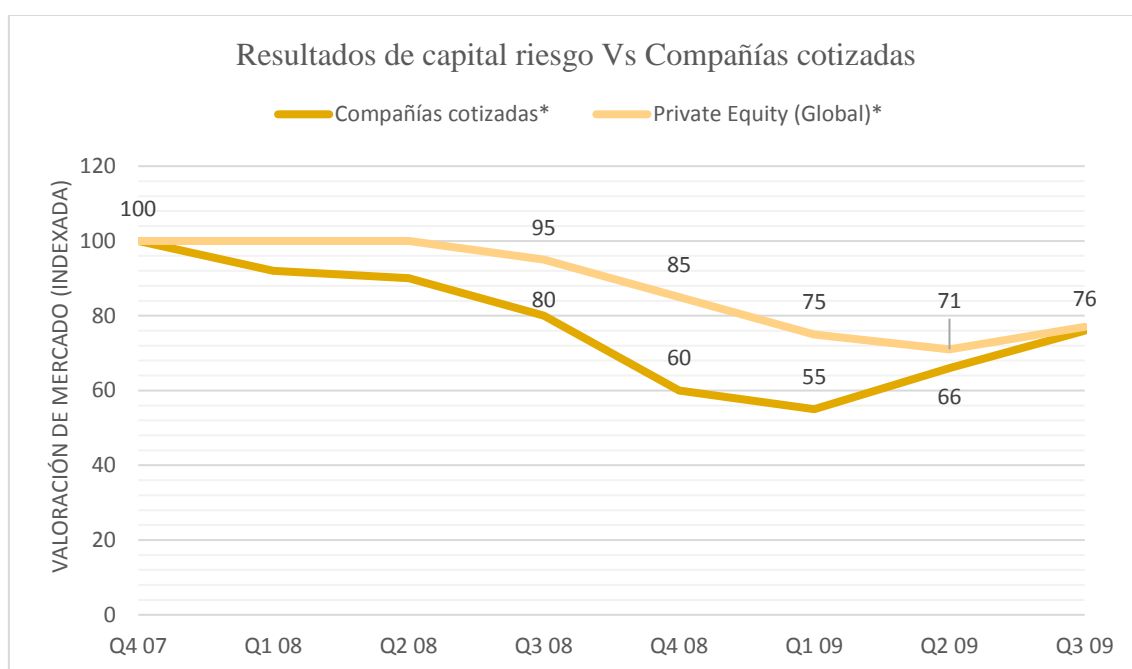
5.1.2 Baja correlación con los mercados tradicionales

La siguiente gran característica de la inversión alternativa después de la liquidez, sería la baja correlación que tienen estos activos con los mercados. Dentro de esta característica

cabe mencionar que es una de las principales razones por las que los inversores destinan un porcentaje de sus carteras a ellos.

En un ambiente de gran incertidumbre, las carteras sufren y los inversores perciben estos activos como una manera de asegurarlas. No por ello, estos portafolios, obtendrán mejores rentabilidades en momentos de caída, pero sí que se verán menos afectadas.

Una manera de ejemplificar esta característica es obteniendo información de cómo se comportó el *private equity* durante el periodo de la crisis del 2008. Midiendo la correlación de estas inversiones entre el año 2007 al año 2009 se puede observar cómo estos alternativos tuvieron una descorrelación superior a los activos tradicionales.



Fuente: Prequin; BCG análisis.

*El rendimiento trimestral promedio se basa en el valor de una cartera de acciones mundiales que cotizan en bolsa en poder de tres inversores institucionales importantes durante el mismo período.

*El rendimiento trimestral promedio se basa en el valor de las carteras de capital privado para tres inversores institucionales importantes. La inversión total en capital privado de estos tres grandes inversores institucionales fue de aproximadamente 26.2 billones de dólares (a julio de 2009), con 369 fondos de capital privado incorporados en las estadísticas (a septiembre de 2009).

5.1.3 Accionistas activos (a veces propietarios únicos)

Se podría decir que las inversiones alternativas llevan a los inversores a adoptar una posición activa para con su portafolio. Esto se debe a que la administración activa de una cartera, a diferencia de la pasiva, está basada en un pronóstico de futuro y con ello, el inversor se expone a asumir más riesgo ya que hará seguimiento de sus inversiones. El

caso más simple de gestión pasiva es el *Index Fund*, el cual está diseñado para replicar exactamente un índice de acciones, como el S&P 500 (Edwin J.Elton, 2010).

Esta gestión activa, en algunos casos, se debe a la forma en la que se haya decidido invertir. Como se verá más adelante, una variable que existe es invertir de manera directa en estos activos alternativos por lo que el inversor se ve obligado a mantener una posición activa. Además, el hecho de invertir de forma directa supone que a veces el cliente será el único gestor y, por ende, propietario único de este activo.

5.1.4 Rendimientos generados principalmente por alfa con alta dispersión entre los administradores

Las inversiones alternativas es un terreno menos conocido por los administradores de las carteras. Al ser más reciente que la inversión tradicional y tener más opciones a la hora de elegir el tipo de alternativo dentro de cada activo, cada una podrá dar una rentabilidad completamente diferente.

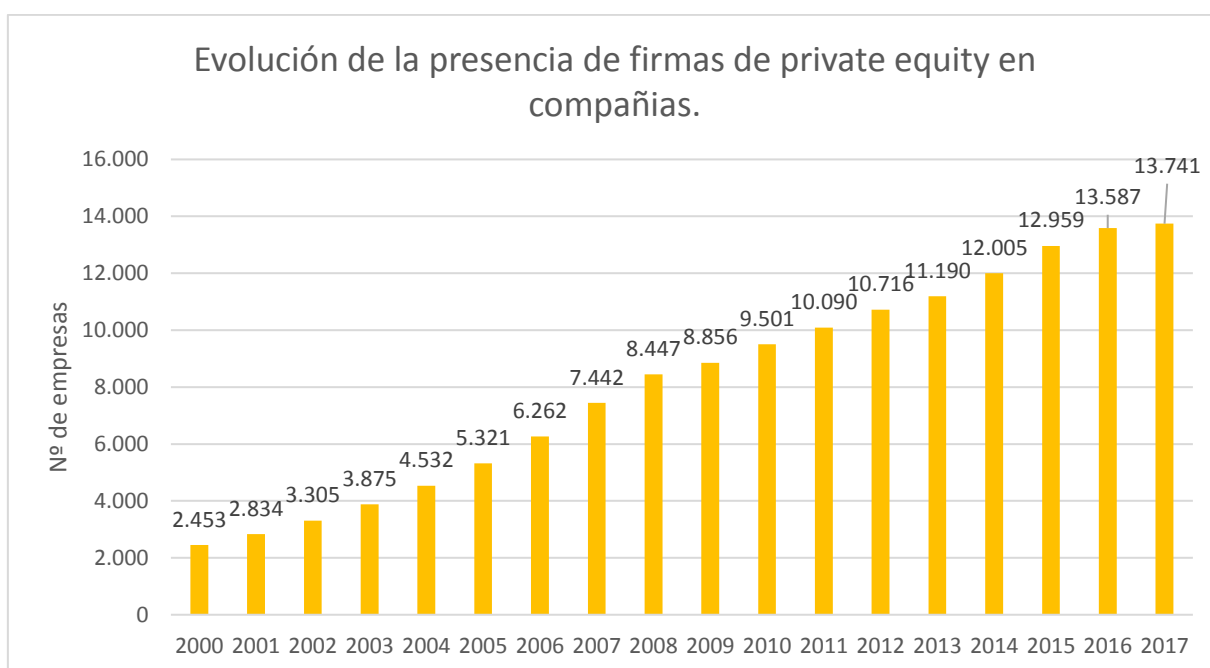
Según la guía para inversiones alternativas de *J.P.Morgan*. la mayor dispersión se daba en los *venture capital*. La dispersión de alfa era mayor a un 20%, lo cual es entendible ya que se podría considerar una de las inversiones con más riesgo y con mayor incertidumbre ante la rentabilidad que pueda dar. Por otro lado, es uno de los dos únicos tipos de alternativos que tienen dispersión negativa.

Seguidamente se encuentra el *private equity* con una dispersión del 18% pero con una media del 12.5% lo que indica que, a pesar de tener una gran dispersión, por lo general la rentabilidad de las carteras es buena.

5.2 Tipos de inversión alternativa

5.2.1 Capital Riesgo

El crecimiento del capital riesgo se está dando a pasos agigantados. A nivel mundial, desde la última caída de la economía, el *private equity* ha registrado récords de crecimiento y el volumen de activos gestionados ronda los 2.7 billones de dólares, un 80% más que hace diez años (EY, 2018). En el gráfico que aparece a continuación, se expone la evolución de la presencia de firmas de *private equity* en compañías o desde el año 2000 hasta el año 2017.



Fuente: Pitchbook, agosto 2017

Por otro lado, en el año 2018, el total invertido en *private equity* en Europa aumentó en un 7% llegando a 80.6 billones de euros, siendo la cifra más alta de la historia según los estudios de *Invest Europe 2018*. A nivel mundial, el volumen de negocios se estancó en 1.47 billones de dólares en el año 2019, a diferencia de los 1.49 billones de dólares del año 2018. Antes de 2019, el volumen de negocios creció un 12% anual, de 2013 a 2018 (McKinsey & Company, 2020).

Dentro de este activo alternativo existen tres tipos de estrategias de cara a la inversión; *Buy-out o Buy-in*, *Venture Capital* y *Growth Capital*. La industria del *private equity* ha

evolucionado a medida que ha crecido: la cuota de compra de activos bajo gestión de capital riesgo se redujo en un tercio en la última década, mientras que el *venture capital* ha experimentado un crecimiento, liderado por fondos asiáticos (McKinsey & Company, 2020).

El ***Buy-out***, o ***Buy-in***, estas estrategias son sumamente comunes ya que los inversores se benefician de una mejorable administración de una empresa mediante la adquisición de una participación mayoritaria de esta para realizar una reorientación estratégica. A nivel global, los fondos de *buy-out* en el año 2019 llegaron a crecer hasta \$1.57 billones respecto a los 1.02 billones de dólares del año anterior. Según el organismo Ascri (Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión), en el año 2018 esta fue la estrategia que predominó en los fondos internacionales alcanzando los 15.892,2 millones de euros repartidos entre 306 inversiones. Los sectores que más destacaron fueron; productos de consumo siendo un 13.8% del total y energía y recursos naturales con un 10.5%. En este tipo de estrategia, aunque haya una media de rentabilidades similares en todos los tipos de fondos, existe una mayor diferencia entre las rentabilidades de fondos de menor capitalización.

Por otro lado, los megafondos¹ de 5 mil millones de dólares o más, dominan cada vez más la recaudación de fondos de *Buy-out*, lo que representa más de la mitad del total en 2019 (Alfárez, 2019)

El *venture capital*, es una estrategia de financiación a empresas que acaban de ser constituidas, es decir, que se encuentran en una fase incipiente de su ciclo de vida y que el inversor o fondo considera que poseen un alto potencial de crecimiento. Como se menciona previamente, es un tipo de estrategia liderada por países asiáticos. Sin embargo, en los dos últimos años ha habido un decrecimiento del 75% al 60% de los *venture capital* hacia los *buy-out* que han aumentado del 21% al 37%. En parte, esto es una manifestación de maduración de las economías regionales (McKinsey & Company, 2020). Además, según Cambridge Associates (Austin, M. & Thurston, D., 2020);

“Los inversores institucionales de alto rendimiento entienden la dinámica cambiante de la industria y han estado aumentando prudentemente sus

¹ La diferencia entre un fondo y un megafondo es que este último se reconoce como el conjunto de diversos tipos de fondos de inversión, sean fondos financieros, fondos de desarrollo, o fondos mobiliarios.

asignaciones de capital riesgo, con un rendimiento del decil superior con una asignación media de capital de riesgo del 15%. Para muchos inversores, creemos que una asignación superior al 15% puede ser apropiada, y creemos que esto es particularmente cierto para los inversores privados. ”

Estudios realizados por la misma organización muestran el impacto del capital riesgo en el porfolio de un inversor. El periodo de inversión fue calculado en base a 20 años. Se puede observar como aquellas instituciones que han incluido en su cartera este activo en más de un 15% obtienen los rendimientos más significativos y con una mediana de rendimiento anualizado del 8.1% lo que supone 160 puntos básicos más que el grupo que únicamente incluyó en sus carteras un 5%.

El ***Growth Capital*** o capital de crecimiento, se utiliza para financiar una transformación decisiva en el ciclo de vida de una empresa. Estas empresas son generalmente más maduras que las empresas financiadas mediante el *venture capital* (Credit Suisse AG, 2015). Esta estrategia es la menos utilizada por los fondos y sólo representa el 18% con \$691 billones de todo el *private equity*. Además, Asia es el continente que domina el capital de crecimiento con más del 60%.

Según los datos obtenidos de Cambridge Associates, desde el año 2008 hasta el 2017 las compañías de renta variable de crecimiento generaron una tasa de crecimiento de ingresos anual promedio de 17.2%, más del doble de la tasa de crecimiento de las compañías de *buy-out* (Mooradian, P., Auerbach, A., Slotsky, C. & Gilfix, J., 2019).

Haciendo una comparación entre las diferentes estrategias, el *growth capital* se ubica entre el *venture capital* y el *buy-out* y ofrece una combinación de los mejores aspectos de ambos: potencial de retorno al alza similar al *Venture capital*, pero con las menores pérdidas del *buy-out*.

A la hora de invertir en activos alternativos existen numerosas opciones, desde grandes fondos y empresas cotizadas, que permiten ganar exposición a este tipo de activos directa o indirectamente, hasta gestoras de menor tamaño con un alto grado de especialización. (Nuñez, 2019). Como en cualquier elección financiera, la manera que sea escogida para incluir dicho activo en el porfolio supondrá un coste de oportunidad, aunque, por otro lado, habrá inversores que únicamente puedan optar a una de ellas debido a las posibles

barreras de entrada. A continuación, se analizará cada variante y sus rentabilidades con el objetivo de conocer qué forma es más beneficiosa dependiendo del tipo de inversor.

Formas de invertir:

Fondos de capital privado: Acceder a estos fondos no es fácil para todo tipo de inversor ya que generalmente van a requerir un *ticket* de entrada elevado. Una vez realizadas todas las suscripciones suelen cerrarse a nuevas entradas. El riesgo de este tipo de inversión es que, al tratarse de compañías privadas no cotizadas, no están sujetas a los mismos requisitos de publicación de información que las compañías que cotizan en índices bursátiles por lo que hay una falta de valoración diaria. La valoración de este tipo de empresas suele ser trimestral y son valoraciones muy subjetivas, por tanto, la valoración real de un fondo no se produce de forma realista hasta la venta de las empresas objetivos (Ros Ruiz I, 2017). A continuación, se exponen ejemplos del desempeño de algunos fondos de capital riesgo.

El fondo *Standard Life European Private Equity Trust*; Su rentabilidad media durante los últimos cinco años ronda aproximadamente el 22%, registrando una rentabilidad mínima del 10,32%, excepto en el 2015 donde obtuvo 1,61%, con una rentabilidad YTD del 17,73% (Ros Ruiz I, 2017).

El fondo *Partners Group Listed Private Equity*; Este fondo a diferencia del anterior combina la inversión en compañías de capital privado y en otras que cotizan en las principales bolsas de valores. La rentabilidad media durante los últimos cinco años ronda aproximadamente el 19%, registrando una rentabilidad mínima del 14%, excepto en el 2015 donde obtuvo 9,36%, con una rentabilidad YTD del 16,52%. La volatilidad máxima es de un 8,8% (Ros Ruiz I, 2017).

ETF¹ (Fondo de inversión cotizado): Una modalidad de los ETFs son los fondos de *private equity*. Los ETFs constituirían la forma más accesible de cara al inversor

¹ Sigla inglesa que hace referencia a *Exchange Trade Fund*.

individual pues funcionaria como una inversión de compra de participaciones. Estos fondos tratan de replicar índices, los más conocidos son aquellos como el S&P 500 o el EUROSTOXX 50.

Lyxor Privex, trata de replicar la evolución del índice *Privex Total Return Index*, el cual contiene las 25 empresas de capital riesgo más representativas. La rentabilidad media durante los últimos cinco años ronda aproximadamente el 20%, registrando una rentabilidad mínima del 13,94%, excepto en el 2014 donde obtuvo 5,96%, con una rentabilidad YTD del 13,23% (Ros Ruiz II, 2017).

IShares Listed Private Equity, este ETF hace seguimiento el índice de capital privado cotizado del S&P. La rentabilidad media durante los últimos cinco años ronda aproximadamente el 14%, registrando una rentabilidad YTD del 22,38% en el año 2017, con una volatilidad máxima alcanzada del 9,9% y una caída máxima del 28% (Ros Ruiz II, 2017).

Adicionalmente, existen otras opciones de inversión en *private equity*, siendo más arriesgadas para el inversor minoritario que para el institucional. En primer lugar, a través de plataformas de *crowdfunding* o vías de financiación colectiva, como alternativa a las vías de financiación tradicional. Por otro lado, la aportación directa de capital a la empresa en cuestión, conforme a la figura de *Business Angel*.

5.2.2 Infraestructuras

El sector de infraestructuras engloba tales servicios como pueden ser: de electricidad, telecomunicaciones, autopistas, agua, puertos, aeropuertos entre muchos otros. Todos ellos suelen presentar una serie de características comunes, como una gran inversión inicial. Esta inversión requiere especialización ya que los riesgos varían considerablemente pues antes el inversor solo se enfrentaba a los riesgos derivados de la renta tradicional.

Una de las áreas más solicitadas dentro de las infraestructuras es la energía renovable. Por ello, dichas inversiones conformarán un apartado para su correspondiente análisis en este trabajo. Además, las renovables fue el sector por el que más se inclinaron los inversores (72%), seguido de las telecomunicaciones (61%) y el agua (47%)¹. (Lowe, 2019).

Estos últimos años, el mercado de infraestructuras ha experimentado una rápida transformación generando novedosas oportunidades a los inversores. Principalmente, estos cambios se han dado debido a que las necesidades de financiamiento global han aumentado. Además, la participación de bancos comerciales en el financiamiento de deuda de estos proyectos ha decrecido por la nueva regulación como Basilea III pues la crisis financiera mundial alteró fundamentalmente el mercado de deuda de infraestructura. En los años previos a la crisis, los bancos comerciales proporcionaron aproximadamente el 90% de toda la deuda de infraestructura privada (Rosenbaum, K., Lang, R. & Day, D., 2018).

Además, según las estimaciones de *Infrastructure 2030 OECD Study 2006/2007* y un reporte elaborado por *Mckinsey*, establecen que la necesidad de inversión en infraestructuras ha aumentado tanto a nivel global que entre el año 2013 y el 2030 será necesario hacer una inversión de al menos \$60 trillones de dólares.

Una rama muy importante de la inversión en infraestructuras se da en países emergentes donde dichos gobiernos están cada vez más interesados en atraer capital privado para que de esta manera se pueden financiar los costes de dichas inversiones. Por esta razón las

¹ Se debe tener en cuenta que los porcentajes no suman 100, ya que los encuestados pudieron seleccionar más de una respuesta.

CPP (Colaboración Público-Privada) se han vuelto cada vez más relevantes representando entre el 15 y el 20% del total de las inversiones en infraestructuras. Los países líderes en esta estrategia son Reino Unido y Australia.

Por otro lado, las inversiones en infraestructura privada, ya sea directamente o mediante fondos, han ido creciendo a nivel mundial desde principios de la década de 2000 (Inderst, 2016). El número de fondos de infraestructura es superior en países europeos o de América del Norte. El ranking *IPE Real Assets*¹ de los 100 principales inversores de infraestructura del mundo ha capturado más de \$415 mil millones (€376 mil millones) en activos de infraestructura en manos de fondos de pensiones, fondos soberanos, aseguradoras y otras instituciones (Lowe, 2019).

Formas de invertir:

Inversión directa: A medida que este sector ha ido creciendo en cuanto a inversión, dichos inversores han decidido actuar de una manera directa en estos procesos. Estos clientes son, sobre todo, instituciones como puedan ser grandes fondos de pensiones o aseguradoras. Los países que más están experimentando este tipo de inversión en infraestructuras son Canadá, norte de Europa y Australia.

Las compañías de seguros, especialmente en Europa, están cada vez más involucradas en la parte de la deuda de infraestructura con préstamos directos, ya sea asumiendo préstamos de bancos o por proporcionar crédito directo a más largo plazo (Inderst, 2016).

ETF (Fondo de Inversión Cotizado): Hay variedad de fondos cotizados de infraestructuras, por ello, para hacer más gráfico este análisis se escogerán dos de ellos.

El ETF *iShares Global Infraestructura Fonds* (IGF) constituido por compañías cotizadas de infraestructura. con 1.100 millones de dólares en activos y un índice de gastos del 0,48%. En el año 2019 tuvo una rentabilidad del 24.96% según la gestora Blackrock. Las participaciones de IGF están diversificadas en diferentes continentes, sus cinco principales geografías son: EE. UU. (34,3%), España (8,9%), Australia (8,6%), Italia (7,1%) y Canadá (7,0%). Las empresas del sector

¹ Se basó en datos de encuestas de IPE Research, información de Rainmaker e información disponible al público. Cuando no se disponía de cifras precisas, se hicieron estimaciones. Algunos inversores no se han incluido debido a la falta de información (Lowe, 2019).

del transporte representan el 41% del fondo (Forbes, 2015). Este fondo replica el *S&P Global Infrastructure Index*, que está compuesto por las 75 principales empresas de infraestructura que cotizan en bolsa en todo el mundo (B.Johnston, 2020) .

El ETF *SPDR S&P Global Infrastructure ETF* (GII) con unos activos netos de 402 millones de dólares, su rentabilidad anual es del 25.28% y un índice de gasto del 0.40%. Igual que el ETF *iShares Global Infraestructura Fonds* también replica el *S&P Global Infrastructure Index* En términos sectoriales, sus principales ponderaciones son industriales (principalmente transporte) y servicios públicos (aproximadamente el 40%), con energía en un tercio distante (19,71%). Las compañías que posee están principalmente en los EE. UU., Canadá y Australia (B.Johnston, 2020).

Dado que los dos mejores ETFs en términos de rentabilidad replican el *S&P Global Infrastructure Index*, diseñado para seguir a 75 compañías de todo el mundo cabría analizar un tercero que se diferencie de ambos. El ETF analizado a continuación replica el *Global Infrastructure Index*, el cual hace un seguimiento de una cartera de acciones relacionadas con la infraestructura global (Incluye mercados internacionales nacionales, desarrollados y emergentes). El fondo utilizará un sistema de calificación para encontrar aquellas acciones que cumplan con ciertos parámetros de exposición de infraestructura, calidad, enfoque y rendimiento de flujo de efectivo / dividendos.

El ETF *Legg Mason Global Infrastructure ETF* (INFR) con unos activos netos de \$21.56 millones y una rentabilidad anual del 23.85% en el año 2019. Su ratio de gastos es del 0.40%. Este ETF trata de replicar el *RARE Global Infrastructure Index*, manteniendo un mínimo del 80% de sus fondos en los valores del índice. Casi la mitad de la cartera (48,25%) pertenece al sector de servicios públicos. Alrededor de un tercio de sus compañías tienen su sede en Estados Unidos (B.Johnston, 2020).

Fondos de infraestructura: según el proveedor de datos *Preqin*, se lanzaron alrededor de 400 fondos de infraestructura en todo el mundo durante el periodo del año 2004 al año 2014, con un volumen agregado de alrededor de 300 mil millones de dólares (Inderst, 2016). Además, el volumen de acuerdos generados por dichos fondos es

considerablemente altos. Alrededor de 700 transacciones por año en todo el mundo son realizadas por fondos de infraestructura, con un volumen de negocios de aproximadamente 300 mil millones de dólares, es decir, 0.4% del PIB mundial (Inderst, 2016).

A continuación, se analizan las rentabilidades de dos de los fondos más exitosos. Estos fondos van a estar calificados según el *Rating VDOS*¹ existiendo hasta 110 categorías distintas, el más rentables es la clase A.

El fondo *Franklin Global Listed Infrastructure*, con calificación de clase A según el *Rating VDOS*, trata de replicar el rendimiento del índice *S&P Global Infrastructure*. Este fondo se revalorizó un 29,3% desde el comienzo del 2019. En los últimos 12 meses su rentabilidad fue del 27,2% con una volatilidad del 10,9%. Incluye entre sus mayores posiciones a las compañías *TC Energy Corp* (5,04%), *Sempra Energy* (4,85%) y *Cellnex* (4,45%). Requiere una inversión mínima de entrada de 5.000 dólares.

El fondo *Goldman Sachs Global Infrastructure Equity Portfolio Other Currency*, tiene unos activos netos de 11 millones de dólares. En el último año obtuvo una rentabilidad del 29,5% con un coste por volatilidad del 9,5%. Tiene potencial de generar mayores rentabilidades que las de un fondo diversificado de renta variable multisectorial, pero también tiene un perfil de riesgo algo superior a este. Entre sus mayores posiciones se incluyen acciones de *American Tower Corp* (9,4%) o *Enbridge* (6,4%). El *ticket* de entrada asciende a los 5.000 euros (Mercado, 2020).

5.2.2.1 Energías renovables

En la actualidad, estas infraestructuras de energías renovables constituyen una parte muy importante de las inversiones y están firmemente integradas en el sector de la energía. El marco adoptado por el Consejo Europeo en octubre del 2014, posteriormente revisado en 2018 estableció, que para el año 2030, el objetivo obligatorio para la UE es una cuota mínima del 32% de las energías renovables en el consumo final de energía. Esta obligación repercute en los portafolios ya que si se tiene en cuenta que hoy en día del total de la energía primaria que se consume a nivel europeo es de tan solo un 15.5% en el 2018.

¹ Herramienta de identificación y calificación utilizando datos de la rentabilidad de los últimos tres años.

En España supone un 13.9% del total. Analizando estos porcentajes se puede comprender como en todos los niveles, tanto a nivel nacional como internacional, la inversión en estos alternativos es beneficiosa.

Por esta razón, la inversión en este tipo de activo alternativo apunta a convertirse en un valor «más seguro, rentable y estable» que el oro o la deuda soberana de los países desarrollados, según el informe *Renewable Energy Assets and Funds 2018* elaborado por la gestora de activos financieros *Kaiserwetter*. (El periódico de la Energía, 2018). La inversión en estos activos cada vez es más beneficiosa por diferentes aspectos, (Nuñez, 2019),

“La madurez de las tecnologías, tanto tecnológica como de costes, ha mejorado sustancialmente. Los costes de inversión se han reducido drásticamente y tienen aún recorrido a la baja, y la garantía de vida útil de las instalaciones se está prolongando, por lo que la rentabilidad comparada de las tecnologías renovables es sólida a medio y largo plazo.”

Además, según Inger Adersen, director ejecutivo del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP)¹ “Invertir en energía renovable es invertir en un negocio sostenible y rentable a futuro, como lo ha demostrado la última década de increíble crecimiento en energías renovables” (Frankfurt School of Finance & Management, 2019). Un hecho que muestra el interés de los inversores hacia estos activos fue cuando la mayor gestora de capitales del mundo, BlackRock, recaudó a finales del año 2019 1.000 millones de dólares para proyectos enfocados en energías renovables.

Por otro lado, la energía renovable está compuesta por diferentes formas de generar electricidad. En su totalidad tuvieron una capacidad de inversión de aproximadamente 2.6 trillones de dólares siendo la energía solar y eólica las más dominantes. En el gráfico se puede observar la distribución entre el año 2010 al año 2019 de la capacidad de inversión según las modalidades de inversión.

¹ Siglas Inglesa, hace referencia a *United Nation Environment Programme*.

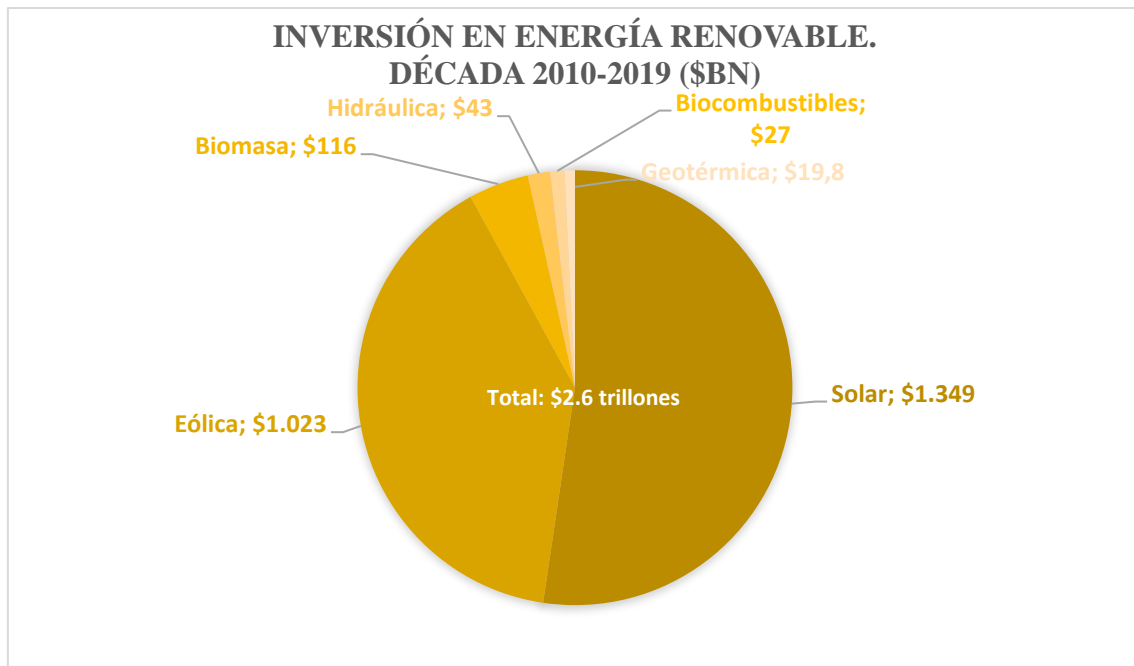


Gráfico hecho a partir de una estimación para 2019, basada en parte en datos provisionales del primer semestre. Fuente: GLOBAL TRENDS IN RENEWABLE ENERGY INVESTMENT 2019, UN Environment, Frankfurt School-UNEP Center, BloombergNEF

Por último, conviene saber que una planta de renovables se puede estructurar mediante el PPA¹ lo que marcará la relación de rentabilidad-riesgo debido a que supone un acuerdo de compraventa de energía limpia a largo plazo desde un activo concreto y a un precio prefijado entre un desarrollador renovable y un consumidor o entre un desarrollador y un comercializador que revenderá la energía (Iberdrola) lo que permite limitar riesgo y por ello reducir rentabilidad. El PPA aparece debido a que el mercado eléctrico funciona mediante oferta y demanda horaria, siendo un mercado completamente liberalizado (Excepto un mínimo de 0€/MWh y 180€/MWh de máximo) con lo que hay una mayor fluctuación (entre el año 2005 y el año 2018, el precio anual de la electricidad osciló desde 37€/MWh a 65€/MWh).

Formas de invertir:

Existen varias formas de invertir en energías renovable como se estudia previamente en el apartado de las infraestructuras. Los más representativos en energía renovable son la inversión en ETF, que proporcionan una exposición diversificada dentro de este sector, y bonos limpios. En algunos casos, los inversores pueden considerar la exposición a un tipo específico de energía alternativa, como la eólica o la solar, o los inversores simplemente

¹ Power Purchase Agreement por sus siglas en inglés

querer exponerse a una amplia gama de energías alternativas (Kuepper, 2019) evitando la concentración en un solo tipo de renovable. Sin embargo, convendría que el inversor se informara de los componentes de dichos ETFs ya que dentro de las energías renovables también conviene diversificar para evitar ciertos riesgos como el riesgo-país. Los ETFs más conocidos son el *Guggenheim Solar ETF* (TAN) y el *ETF Invesco WilderHill Clean Energy Portfolio ETF* (PBW).

En segundo lugar, otra opción para invertir en energía renovables es invertir en bonos de energía limpia. Los inversores tienen muchas opciones más allá de la renta variable a la hora de invertir en proyectos de energía alternativa, incluida una creciente gama de bonos de energía limpia. En algunos casos, estos bonos son emitidos por compañías que buscan completar proyectos de energía alternativa o son emitidos por empresas de consultoría de energía alternativa que buscan recaudar capital de manera rentable para financiar proyectos (Kuepper, 2019). SolarCity es el ejemplo más distinguido de bonos respaldados por energía solar.

Por último, si se desea invertir de forma directa se podrá realizar de dos maneras para así, adaptar el proyecto a la aversión al riesgo del cliente. De esta forma aparecen dos tipos de inversión directa; el *Greenfield*¹ o el *Brownfield*².

¹ Ofrece a los inversionistas una entrada temprana a la tenencia de proyectos, normalmente con mayores retornos que los proyectos en operación, a cambio el inversor afronta riesgos de ejecución.

² Este tipo de inversión se realiza una vez la construcción está ya realizada. En estos casos no referimos a que el parque está ya construido y el inversor pagará por ese servicio con lo que incurrirá en más gasto

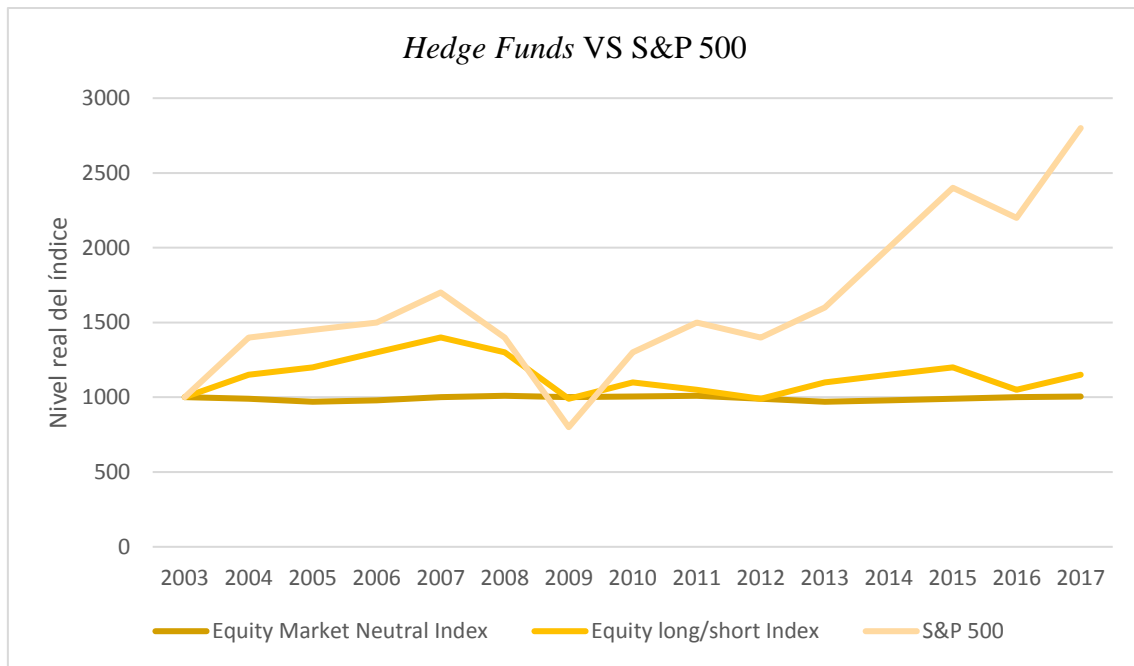
5.2.3 Hedge Funds

En España, a los *hedge funds* también se les conoce como Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre (IICIL) siendo como los denomina la CNMV. Estos fondos de cobertura han aumentado a lo largo de los años. La industria de los *hedge funds* llegó a administrar activos por valor de hasta 3 billones de dólares en el tercer trimestre de este último año y aproximadamente con un rendimiento anual de 59.300 millones de dólares, siendo las mayores ganancias anuales en la última década. Una de las causas de este crecimiento se podría atribuir al aprovechamiento de la situación de la inversión tradicional y a sus bajos rendimientos. Según un artículo del *Financial Times*, se puede observar algunos ejemplos de este crecimiento (Fletcher, 2020):

“Los fondos, The Children’s Investment de Christopher Hohn y Lone Pine de Steve Mandel, obtuvieron alrededor de un tercio de los \$178 mil millones de ganancias totales acumuladas por la industria de fondos de cobertura en 2019, según una investigación realizada por LCH¹.”

A pesar de este incremento, después de la crisis financiera de 2008 los fondos de cobertura no han tenido un buen desempeño en comparación con el índice Standard & Poor's 500 como se observa en el gráfico.

¹ LCH es un fondo de fondos de cobertura que rastrea las ganancias en dólares realizadas por los gerentes.



Fuente: Factor Research by Nicolas Rabener (6 de Noviembre de 2017).

**Equity Market Neutral Index*: busca replicar las características de rendimiento ajustadas al riesgo de los fondos de cobertura.

**Equity long/short Index*: busca replicar las características de rendimiento ajustadas al riesgo de los fondos de cobertura colectiva utilizando un estilo de inversión de capital a largo / corto plazo.

Por otro lado, a partir del año 2016 el 65% del capital de la inversión en la industria de fondos de cobertura provino de inversores institucionales. En los últimos años, estos inversores han cambiado su enfoque a otras opciones de inversión, como fondos cotizados en bolsa (ETF), capital privado y bienes raíces. Este hecho provocó que en 2018 la industria perdiera 41 mil millones de dólares en total, lo que supone casi un 5% para el fondo de cobertura medio.

Existen diferentes razones por las cuales los inversores están interesados en invertir en este activo alternativo. La principal razón es que muchos de los inversores consideran que pueden lograr unos rendimientos superiores con respecto al promedio. Además, la diversificación que ofrecen estas inversiones frente a acciones y bonos también es motivo de interés. Según una encuesta a inversores institucionales realizada por *J.P. Morgan's Capital Advisory Group, 2019*, el 73% de la muestra consideraron la diversificación de cartera entre las tres principales razones por las que invierten en fondos de cobertura. El 58% indicó acceso a oportunidades selectas o de nicho; y 1% observó acceso al apalancamiento.

Analizando la rentabilidad de estos fondos, según los datos que acaba de publicar HFRX, proveedor global de índices de fondos de inversión libre, este tipo de productos

consiguieron cerrar 2019 con una muy buena cifra de rentabilidad (Palomares, 2020) como por ejemplo la rentabilidad del HFRX *Fundamental Value Index* llegando a obtener un 13,86%.

Formas de invertir:

Directa: La manera más común es invertir directamente en los propios fondos de cobertura. Debido a que requieren una inversión mínima alta llegando a los 500 mil euros, atraen a personas con un alto patrimonio neto que puedan cumplir con esa barrera de entrada. Debido a ello, esta forma de inversión será más recomendable para inversores institucionales. El país con mayor número de *Hedge Funds* es EE. UU. ya que alberga el 70% de ellos, la mitad entre los estados de Nueva York, California y Texas. Se analizarán los más representativos.

El fondo *Pure Alpha Strategy*, que es el fondo estrella de *Bridgewater Associates* es el más grande a nivel mundial. En la actualidad administra una gran suma de activos netos que llegan a los 160 mil millones de dólares. En 2018 contó con una rentabilidad anual del 14.8% según datos de *Bloomberg* y en 2019 apenas tuvo cambios. Sus mayores clientes son inversores institucionales, fundaciones o fondos de pensiones.

El fondo *TCI Fund Management (The Children's Investment Fund Management)*, merece la pena analizarlo por su lucha contra el cambio climático. En 2019 obtuvo unos beneficios en activos verdes de 8.400 millones de dólares. Su estrategia fue colocar los 30.000 millones de dólares en activos en carteras de capital de empresas con planes estratégicos contundentes en el combate contra la catástrofe climática (J.Domingo, 2020). Estos planes consiguieron volverle a posicionar entre unos de los 20 mejores gestores de fondos en 2019 según los estudios de LCH.

Fondos de fondos (FoF¹): Estos son fondos que tratan de imitar la estrategia de inversión de los fondos de cobertura, sin embargo, no son exactos ya que los *hedge funds* tienen acceso a una selección mucho más amplia de inversión debido a que están menos regulados. Esta forma de inversión va a ser más recomendable para el inversor minoritario

¹ Sigla en inglés *Funds of Funds*.

ya que los “fondos de fondos” tienen una menor exposición al riesgo, aporta servicios profesionales al inversor poco cualificado y, además, los fondos de cobertura generalmente requieren una alta inversión inicial como no sucede en los “fondos de fondos”. Sin embargo, esto implica pagar unas tarifas superiores de casi el 50% más que en los propios fondos de cobertura debido a los servicios proporcionados como la gestión profesionalizada o simplificación administrativa. Asimismo, el inversor también tendría que hacer frente a un gasto operativo anual que repercute directamente en la rentabilidad de la inversión ya que se substraer de esta.

Conocer si un fondo tiene una rentabilidad óptima puede ser complicado debido a la variedad de fondos, es por ello por lo que existe un índice patrocinado por *Barclay-Hedge* que es a su vez proveedor de datos sobre inversiones alternativas. Este índice, *Barclay Funds of Funds*, es una medida del rendimiento promedio de todos los FoF; incluye entre 500 y 650 fondos. A marzo de 2019, 583 fondos tenían un rendimiento promedio de 3.95% en lo que va del año (Chen, 2020).

5.2.4 Inmobiliario

La incertidumbre política y económica se prevé que va a persistir en mercados clave y, sin embargo, el sector inmobiliario continúa atrayendo capital y demostrando su atractivo duradero como una clase de activo de inversión (PwC, 2019). Conjuntamente, el rendimiento proporcionado por la inversión tradicional ya no era suficiente para las carteras de muchos inversores e instituciones, este hecho ha generado que las inversiones en inmobiliario experimenten un crecimiento en los últimos años. Sin embargo, las previsiones a futuro para este sector son cautas. “Tendrán que esforzarse por posicionarse y reducir sus costes de producción, buscando nuevas vías de eficiencia en sus procesos de construcción industrializada, como ya sucede en otros países de la Unión Europea”, dicen en Solvia (Perez Galdón, 2020).

Para muchos, la búsqueda de ingresos seguros es la principal guía para el sector inmobiliario de inversión en Europa en 2019. Muchos inversores optarán por disminuir la inversión en activos financieros por aquella que les proporcione estabilidad y crecimiento como el alquiler. "Cualquier activo capaz de conseguir un nivel de ingresos predecible está en demanda, y el sector inmobiliario está en ese papel. El lado de la demanda sigue siendo bueno; la habilidad para satisfacer esa demanda es más variable" (PwC & Urban Land Institute, 2019).

La parte alternativa del sector inmobiliario como pueda ser geriátricos, cines, residencias de estudiantes entre otras, comienza a dominar esta industria siendo un cambio considerablemente destacable ya que está cambiando la forma de invertir en *real estate*. En 2019, las inversiones alternativas alcanzaron los 720 millones, lo que supone un crecimiento del 15% sobre 2018 y un 6% sobre el total de la cartera de inversión, según BNP Paribas (Perez Galdón, 2020). Según una encuesta realizada por *Price Waterhouse Coopers* en el año 2015, solo el 28% de los encuestados dijeron que invertían en alternativas. En el año 2019, casi 60% de los encuestados ya habían invertido en alternativas de alguna manera, y el 66% deseaba aumentar sus tenencias. Estas alternativas son vistas como parte del cambio estructural de la industria hacia activos operacionales y propiedad como un servicio, la mayor demanda se centra en residencias para estudiantes, así como geriátricos.

Formas de invertir:

Directa: La compra directa de inmuebles a la hora de invertir en *real estate* es, hasta el momento, la alternativa más tradicional. Este tipo de inversión en activos inmobiliarios en España alcanzó los 12.725 millones de euros en 2019, lo que supone un crecimiento del 5% frente a 2018 según BNP Paribas *Real Estate* (Perez Galdón, 2020).

Esta alternativa de inversión en el sector inmobiliario, a pesar de ser la más común hasta el momento, requiere una inversión inicial elevada en comparación con otros métodos como pueden ser las Socimis. Es por ello por lo que será más recomendable la inversión directa para aquellos inversores con un nivel de patrimonio elevado.

Socimis: En este sector tan cambiante aparecen nuevas variantes para la inversión en *real estate*. En este caso habría que destacar las SOCIMIS (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria) o los REITs (*Real Estate Investment Trust*) cuya diferencia entre ambas reside en la regulación. Debido a su similitud, el estudio se centrará en las socimis.

Este vehículo de inversión ha atraído a numerosos inversores en los últimos años. Su cotización es la manera de entender el éxito de este fenómeno económico-financiero ya que su variación diaria anualizada se eleva hasta al 6% desde el momento de su salida al mercado hasta la actualidad. Este comportamiento se da generalmente en socimis de oficinas, centros comerciales u hoteleras.

A su vez, las socimis ofrecen numerosas ventajas por las cuales un inversor estaría interesado en ellas. En primer lugar, se encontraría la diversificación de la cartera con una inversión más reducida debido a la capacidad que poseen de invertir en diferentes activos inmobiliarios (residencial, comercial, hotelero). Asimismo, son idóneas para un inversor que desconozca el sector ya que permite la delegación de la gestión de dichos activos pudiendo así dejarla en manos de un profesional. La tributación de las socimis es también de gran atractivo ya que el impuesto de sociedades es del 1%, serán los accionistas los que respondan únicamente por los dividendos repartidos. Aun así, la ventaja más destacable que posee este instrumento de inversión es la liquidez. Al tratarse de sociedades que cotizan en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación permite al inversor obtener liquidez en muy poco tiempo, mientras que con la inversión

directa la liquidez es una gran desventaja. El lado negativo de esta ventaja es que al estar en un mercado cotizado tienden a ser más volátiles.

El crecimiento del volumen gestionado de estas empresas ha sido muy bueno en los últimos tres años. En el primer semestre de este año, cuando las socimis publicaron valoraciones de propiedades actualizadas, las cuatro grandes (Merlin Properties, Inmobiliaria Colonial, Hispania Activos Inmobiliarios y Lar España) tenían 27.336 millones de euros en sus carteras, un 3% más en comparación con el final de 2017 (Simón Ruiz, 2018).

La capitalización bursátil de las socimis supera los 22.300 millones y representa el 3% de la capitalización del mercado. Actualmente, hay un total de 80 socimis cotizadas entre el MaB¹ y el mercado continuo. *Bank of America* señala en uno de sus últimos informes de estrategia su “fuerte apuesta” por las socimis españolas para 2020, ya que espera que el crecimiento duplique al de sus homólogas británicas con un coste de capital similar (Perez Galdón, 2020).

Merlin Properties SOCIMI S.A. (cotizada en el Ibex 35), siendo la más grande hasta el momento, dispone de inmuebles por 12.750 millones de euros, fundamentalmente oficinas y centros y locales comerciales, aunque con una apuesta creciente por la inversión en el pujante sector de naves logísticas (Simón Ruiz, 2018).

Hispania, es otra gran socimi cotizada desde el 2014 y que fue opada por *Blackstone*, controlando más del 90.5% de esta sociedad. La mayoría de sus inmuebles son hoteles, computando por un 66% del valor total que llega a superar los 2.185 millones de euros. El fondo estadounidense tiene planes de utilizar los activos de Hispania para crear una gran plataforma hotelera tras haber adquirido también los establecimientos de *HI Partners* a Sabadell por 630 millones de euros (Simón Ruiz, 2018).

¹ Mercado alternativo Bursátil.

Fondos de inversión: Este sistema es una forma de inversión inmobiliaria indirecta. Permite al inversor acceder al mercado inmobiliario de una manera más diversificada. El funcionamiento de esta alternativa sigue el esquema de un fondo de inversión tradicional. Los fondos de inversión ayudan al inversor a diversificar su cartera ya que a través de este vehículo tienen la posibilidad de invertir en los diferentes segmentos del sector, ya sea residencial, locales comerciales, oficinas y logística entre otros.

5.2.5 Materias Primas

Invertir en materias primas puede tener importantes beneficios para los inversores, pero ha sido en las últimas décadas cuando han comenzado a tener un lugar en los portafolios. Estos activos pueden dotar a la cartera del inversor de una gran diversificación además de generar unas altas rentabilidades no esperadas. Las “commodities” más comunes en la actualidad son el oro y la plata.

La inversión en materias primas tiende a proteger al inversor de los efectos de la inflación además de aportar diversificación y potencial de maximizar los rendimientos. A pesar de que estos productos son altamente dependientes a fluctuaciones del mercado, la demanda es fuerte y en general constante.

Por otro lado, las “commodities” tienden a ser muy volátiles con lo que muchos inversores invertirán en ellas a través de futuros. Los contratos de futuros implican el seguimiento de un producto básico o índice subyacente. Los futuros también vienen con su propio conjunto de riesgos únicos que deben gestionarse independientemente del producto básico subyacente (Michael, 2020).

El petróleo crudo es una de las materias más comunes en las que invertir, pero invertir en petróleo crudo físico no es tan fácil como en otros productos básicos. Por ello se hará mediante la compra de acciones en compañías petroleras, fondos mutuos de petróleo crudo o incluso ETF. Un ejemplo es el Fondo de Petróleo de EE.UU que realiza un seguimiento del movimiento del petróleo crudo *West Texas Intermediate*. El total de activos netos bajo administración (AUM) en el fondo al 13 de enero de 2020 fue de \$1.4 mil millones (Michael, 2020).

Otra *commodity* es el oro, para muchos inversores es su valor refugio en tiempos de incertidumbre. El mercado del oro cuenta con diversidad y crecimiento. A diferencia del petróleo crudo, los inversores pueden tomar posesión de la mercancía física siendo su gran inconveniente, el almacenamiento. Sin embargo, el inversor también puede optar por los futuros. Las acciones y los ETFs, junto con las opciones de fondos mutuos, abundan. Con las existencias de oro, los inversores no sólo se limitan a los productores, sino también a las empresas de exploración y minería (Michael, 2020). Su valor supera los 6.000 euros por lingote.

Formas de invertir:

Directa: Esta forma de invertir en materias primas puede ser recomendable o no dependiendo del tipo que sea y el objetivo de dicha inversión. Como se ha comentado previamente, su precio es muy volátil y va a depender mucho del ciclo económico. Aun así, se pueden observar los tres tipos de materias primas comentados con anterioridad para analizar esta alternativa de inversión.

ETF: Esta alternativa es cada vez más común a la hora de invertir como se ha podido ir observando a lo largo del proyecto. Los más rentables en cuanto al oro y al petróleo son los siguientes;

El ETF *DB Physical Gold Euro Hedged ETC*, el cual replica los precios del oro físico. Tiene una rentabilidad anualizada a cinco años del 8,7%.

El ETF *United States Gasoline ETF UGA* creció un 43.9% en 2019. Este ETF ofrece a los inversores exposición a futuros de gasolina durante el primer mes, rastreando la gasolina RBOB para su entrega al puerto de Nueva York, que se comercializa en NYMEX. Posee unos activos de 30 millones de dólares.

Fondos de materias primas:

El fondo *BGF World Gold D4 EUR*, de BlackRock con una rentabilidad anualizada del 3,38% a cinco años. Requiere una inversión mínima de 3.000 y su cartera tiene una exposición al oro de al menos el 65%.

El fondo *United States Oil Fund (USO)*, fondo de petróleo más popular, basado en el índice del barril de petróleo West Texas. En el 2019 tuvo una rentabilidad del 27.64%. El objetivo de este fondo es que los cambios en términos porcentuales del valor neto del activo reflejen los cambios en el precio del contrato de futuros (de un mes) del WTI¹ en el NYMEX (Blanco, 2019).

¹ Siglas anglosajonas para referirse al *West Texas Intermediate*.

5.2.5.1 Pistachos

Por último, antes de pasar al siguiente tipo de inversión alternativa, se analizará un tipo de *commodity*, que hoy en día es reconocido como el “oro verde”. El análisis se centrará en España.

Los pistachos son una materia que está experimentando un crecimiento exponencial en España. El cultivo de este fruto seco, en los últimos cinco años, ha aumentado un 30% gracias a su alta rentabilidad. Para estudiar las razones por las que se considera una alternativa de inversión interesante, debe comenzarse por describir las circunstancias actuales de la agricultura tradicional en España y particularmente la del cereal de secano y otros cultivos tradicionales. Adicionalmente, se estudiará esta alternativa como inversión a largo plazo dadas las perspectivas de futuro que presenta.

La situación actual del cultivo de cereal en España cada vez ofrece una menor rentabilidad por el incremento de coste no compensado con el precio del producto. Además, el mercado de cereal es global y los acuerdos de comercio internacionales han eliminado o disminuido las trabas arancelarias, por lo que los grandes productores o los países emergentes impiden el incremento de precios.

A su vez, el cambio climático hace que las producciones de cereal de secano (Tn/Ha) se reduzcan como consecuencia de un mayor periodo de sequía y las de regadío estén amenazadas por potenciales sequías y/o mayores dotaciones de riego.

Por otro lado, en España, los cultivos tradicionales de olivar, viña y almendra no ofrecen perspectivas optimistas dada la saturación de mercado junto con el estancamiento de precios. En todo caso, de realizarse nuevas plantaciones parece necesario realizar elevadas inversiones para cultivar de forma intensiva si se desea ser rentable y competitivo.

Por todo ello, desde un punto de vista agronómico y de mercado se buscarán alternativas que proporcionen suficiente rentabilidad y estabilidad. Si a ello se le añade un contexto de mayor demanda de productos de alimentación sanos surge el cultivo de pistacho como una alternativa muy interesante por las siguientes razones:

Su demanda a nivel mundial es creciente, mientras que las posibilidades de incrementar la producción son limitadas por la especificidad de suelo y, sobre

todo, de clima necesarios para su cultivo (frío en invierno y calor en verano). Es importante señalar esta característica que diferencia notablemente este cultivo del de la almendra, que no es tan exigente en cuanto a las condiciones climáticas.

El precio del pistacho en España se mantiene relativamente estable en los últimos años. Fundamentalmente se debe a la buena calidad de la producción nacional y a que esta es menor que el consumo interior, lo que ha favorecido el precio de la producción nacional. Por contra, el precio en EE. UU. ha fluctuado mucho, con un descenso acusado en 2016 por la elevada producción de esa campaña. La tendencia a futuro parece que se situará en torno a 5 €/Kg, siendo muy conservador, y 9 €/Kg siendo este el precio de venta del agricultor al procesador. Debe tenerse en cuenta que el pistacho puede cultivarse de forma “convencional” o “ecológica”. En este segundo caso, el precio de producto seleccionado se incrementa en torno a 2 €/Kg.

Profundizando en aspectos propios de la inversión en este activo alternativo se establece que el pistacho no es recomendable como inversión a corto plazo pues desde que realiza su injerto (plantación), necesita de 4 a 5 años para comenzar a producir y alcanza su mayor producción en torno a los 10 años. A partir de ese año, si las labores de poda se realizan correctamente puede mantenerse en alta producción hasta unos 50 años.

A su vez, en el momento de la plantación debe tomarse una decisión importante y que repercute en el valor de la inversión a realizar: plantar árboles ya injertados cuyo precio oscila 12 – 15 €/planta o bien plantar el patrón y posteriormente, tras 1 ó 2 años, injertar en el mismo la variedad de pistacho elegida. La primera opción es adecuada si se tiene la certeza de la viabilidad del patrón y la variedad, pues se reducirá el periodo desde plantación a la entrada en producción en unos 2 años respecto a la segunda opción, en la que el coste de la planta se reduce a 0,8 – 2 €. Sin embargo, a esta segunda forma hay que incrementar el coste del posterior injerto, la pérdida de oportunidad de aprovechamiento de la tierra mientras el patrón crece hasta que se realiza el injerto y los costes de mantenimiento durante ese periodo. Esta forma sí es aconsejable cuando no se tiene la seguridad de la viabilidad de la explotación o no se dispone de recursos ni se quiere recurrir a endeudamiento.

Teniendo en cuenta lo anterior, considerando que:

- Los costes por Ha del cultivo del pistacho no son elevados, pudiendo estimarse para seco en 600 – 800 €/Ha en cultivo convencional y hasta 1200 €/Ha en cultivo ecológico, incrementándose +100 % en regadío.
- Las producciones medias en regadío alcanzan 2 – 2,5 Tn/Ha y las 0,8 – 1,2 Tn/Ha en seco, considerando una media de precio de 5 - 7 €/kg en convencional y 7 – 9 €/kg en cultivo ecológico, la cuenta de explotación es claramente positiva.

Por último, para valorar la inversión a realizar pueden tomarse como cifras medias de inversión; en un marco de plantación de 6X7 se plantarán aproximadamente 240 pies/Ha. El valor medio de la inversión, excluidas plantas, para regadío es de 4 – 6 K€/Ha. En seco 2 – 4 K€/Ha.

El resultado de todo ello es que, efectivamente, el pistacho es una opción de inversión rentable a largo plazo con la siguiente estimación de resultado:

Inversión:

K€/Ha	Secano	Regadío
Planta injertada	5,0 – 7,5	7,0 – 9,5
Planta sin injertar	2,0 – 4,5	4,0 – 6,5

P&L anual 5º año desde injerto (1ª cosecha cultivo convencional):

K€/Ha	Secano	Regadío
Ingresos	1,0 – 2,1	2,0 – 4,2
Gastos	1,0 – 1,5	1,2 – 1,7
Resultado	0,0 – 0,6	0,8 – 2,5

Desde esta primera recolección, cada año se incrementará progresivamente la cosecha hasta alcanzar su máximo resultado a partir del 10º año desde el injerto. En función de esto el retorno de la inversión previsiblemente se conseguirá tras 8 años desde injerto.

P&L anual desde 10º año (cultivo convencional):

K€/Ha	Secano	Regadío
Ingresos	4,0 – 8,4	10,0 – 17,5
Gastos	0,6 – 0,8	1,2 – 1,6
Resultado	3,4 – 7,6	8,8 – 15,9

5.2.6 Pleitos

Sin duda alguna, la parte más novedosa de este estudio es el análisis de este tipo de inversión alternativa. La inversión en litigación es algo completamente nuevo en España y tan solo hace unos años en el resto del mundo. Todo ello fruto del éxito del capital privado y la búsqueda de nuevas fuentes de rentabilidad. La fórmula es aparentemente sencilla: compran pleitos concretos a compañías a cambio de un desembolso económico; como contraprestación, se llevarán un porcentaje si consiguen ganar la demanda. Debido a su novedad, es oportuno explicar el proceso de dicha inversión.

Esta inversión tiene dos facetas, una de intermediación y otra de inversión. La de intermediación consiste en identificar carteras de pleitos de sociedades grandes y esas carteras de pleitos pueden tener naturaleza jurídica diversa. Generalmente es la propia compañía la que identifica los pleitos que quiere vender y esta realiza una primera nota de dichos pleitos y su situación jurídica actual entre otras cosas. Estos litigios suelen ser, por ejemplo, de tipo contencioso administrativo contra hacienda o disputa de construcción.

Una vez identificado el pleito se realiza un segundo contacto con el fondo explicando dicha cartera y este decidirá si invertir o no. Identificada la cartera, el fondo pasa una oferta a la sociedad que es una oferta indicativa y no vinculante sobre el pago inicial. Esto consiste en, por ejemplo, realizar un pago inicial del 15% sobre el total de la cartera a riesgo y ventura, los cuales en caso de perder el pleito el fondo perdería y la sociedad se anota un beneficio por valor de ese importe.

El fondo tiene la opción de elegir que pleitos desean incluir en esa cartera, la clave no está en la selección, la clave está en que, una vez obtenida la cartera de pleitos se conforma una auditoría legal para clasificarlos de 0-5 siendo 5 muy bueno y 0 muy malo en función de la rentabilidad que se prevé obtener. Una vez hecho ese análisis el fondo decide cuánto se ofrece por el litigio. De esta manera la cartera se revaloriza en función de la puntuación. Con una ratio de 25% de pleitos ganados la inversión ya sale rentable.

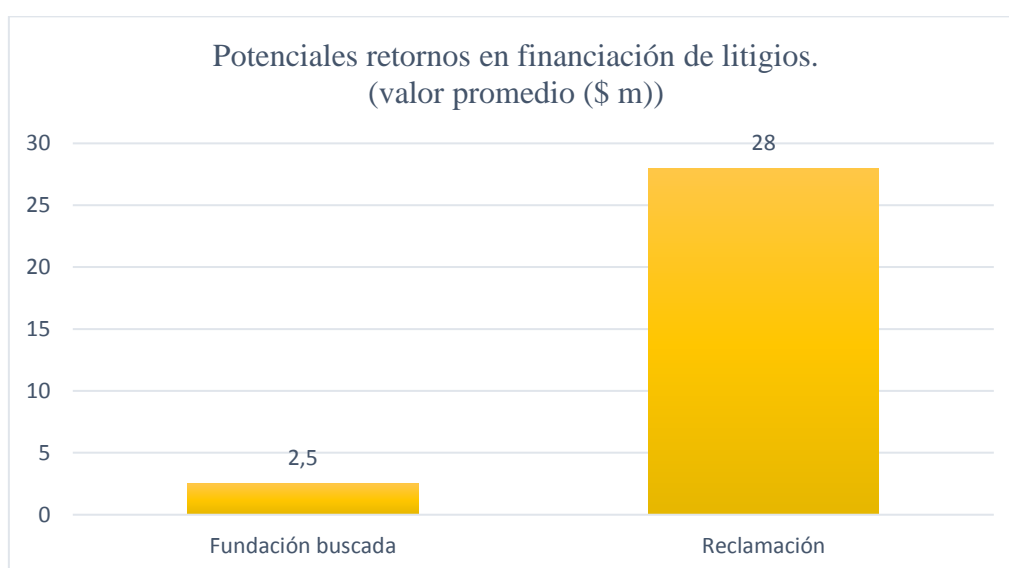
A partir de ese momento los pleitos siguen su curso y todos los ingresos que vayan generando van, en primer lugar, a cubrir la inversión inicial, los gastos de la operación y

el interés legal de dicha operación, pactado entre las dos partes (inversor y compañía). Cualquier cantidad que se recupere, se reparte entre la sociedad y el fondo en unos porcentajes previamente cerrados. Con ello se consigue que la compañía no se desvincule ya que los intereses están muy alineados con los del fondo. Estos pleitos deben ser monitorizados para conocer su desarrollo, sin embargo, no será necesario llevar la asesoría jurídica de estos.

Una de las claves de rentabilidad es la duración que vaya a tener el pleito. El valor se ajustará en función del estado procesal del pleito. Si, por ejemplo, el litigio se encuentra ante el Tribunal Supremo y habiendo ganado las dos instancias anteriores, el pleito valdrá mucho más que otro al que le queden cinco años de vida por delante.

Australia es el país donde la inversión en litigios está más desarrollada y país en el que se encuentra la sede del primer fondo que se va a analizar. Los dos principales fondos a nivel mundial que invierten en litigios son, *Burford*, y el *FMI Bentham*, que muestran cómo la financiación de litigios puede ser considerablemente rentable.

El fondo *Burford*, en 2017 invirtió casi 443 millones de dólares en 61 casos de los cuales recuperó 772,7 millones a una tasa interna de rendimiento del 31%, rendimiento que se observa en el gráfico. Además, en 2018, *Burford* llegó a un acuerdo en el que vendió un pleito arbitral a un comprador desconocido por 107 millones de dólares, representando un retorno del 736%.



Fuente: Financial Times.

El fondo *FMI Bentham*, respaldó nueve casos que se resolvieron en 2017 le dieron al negocio \$82.9 millones en inversiones totales de \$43.3 millones, según su informe anual (Thompson, 2018). Algunos de estos casos comenzaron en el año 2011, por lo que se ve que en ocasiones puede ser un proceso largo.

Existen casos previos como el fondo de litigios establecido por la firma de seguros *Thomas Miller* en 2011, el cual dejó de funcionar ya que se consideraba poco rentable con respecto a una financiación muy alta superior a 50.000 de libras.

5.2.7 Estrategias

Las estrategias de inversión alternativa tienen la capacidad de proporcionar al inversor una cartera diversificada, altas fuentes de retorno y formas para gestionar el riesgo a la baja. Este tipo de estrategias utilizan los cambios en el mercado para obtener beneficios. El inversor empleará técnicas de inversión específicas utilizando todos los instrumentos financieros con el objetivo de obtener unos rendimientos positivos. Hay varias técnicas a la hora de poner en práctica este tipo de inversiones, las más comunes son las siguientes;

La estrategia alternativa más conocida es la venta "en corto". Esta técnica es realizada cuando un inversor toma prestadas acciones e inmediatamente las vende, ya que prevé recuperarlas en un periodo de tiempo a un precio más bajo y devolverlas al prestamista. La rentabilidad se obtiene de la diferencia entre el precio al que vendió dichas acciones y el precio por el que las recompró.

En segundo lugar, el uso del apalancamiento para incrementar esencialmente los resultados de sus decisiones de inversión. El nivel de apalancamiento deberá de estar limitado en función de unos controles y mediciones de riesgo.

Este tipo de estrategia alternativa lo más común es que se den en fondos y ETFs especializados en este tipo de estrategias alternativas, aun así, está al alcance de cualquier inversor que cuente con los instrumentos financieros necesarios para ser ejecutada.

6. OPINIÓN DE LOS GESTORES

Este apartado se centrará en las respuestas obtenidas de las entrevistas realizadas a inversores. Para lograr una mayor comprensión se realizó un resumen por cada pregunta realizada de tal manera que se recoja los diferentes puntos de vista de los entrevistados.

Todas aquellas personas que participaron en esta encuesta fueron escogidas meticulosamente con el objetivo de contar con inversores expertos en la materia y a su vez, que pertenecieran a diferentes sectores. Entre ellos se encuentran expertos en inversión en litigios, inmobiliario, *hedge funds* o infraestructuras.

1. Incorporar las inversiones alternativas en un porfolio. Razones.

Las principales razones por las cuales los inversores deciden incorporar activos alternativos se pueden resumir en tres; descorrelación, rentabilidad y diversificación. Estas razones se recogen muy bien con lo que explica Hernán Cortes, fundador y gestor de Olea Gestión, y es que el boom de las inversiones alternativas es ofrecer retornos descorrelacionados con las bolsas.

Los inversores están acudiendo a las inversiones alternativas para evitar tanta correlación entre su cartera con la evolución de los mercados, de esta manera evitar tener activos que cuando haya correcciones importantes de mercado, caigan en línea a como caen estos. Por otro lado, los bonos de gobierno también descorrelacionan en caso de caída de los índices de bolsa salvo en un caso, cuando los bancos centrales suben los tipos de interés. Por ello, los inversores además de tener bonos del estado con el objetivo de descorrelacionar, también tendrán activos que proporcionen una rentabilidad más o menos predecible con una volatilidad más baja que la bolsa de mercado. Borja Silva, socio fundador de GX Kapital, lo ejemplifica a través del sector de las infraestructuras, sector al que se considera contra cíclico. Al final en épocas de crisis los gobiernos llevan el gasto a las infraestructuras para estimular el mercado, sí que es verdad que a unos niveles más bajos.

En segundo lugar, José Sarasola, socio de IGNIS Energía, opina que las inversiones alternativas ayudan a mejorar el rendimiento que se obtendrá de cara a la inversión ante

un entorno de tipos y crecimientos tan bajos. Sin embargo, no se debe olvidar que, a mayor rentabilidad, mayor riesgo. Además, la rentabilidad también dependerá del grado de diversificación de la cartera pues la inversión alternativa per se no tiene por qué ser más rentable que la tradicional. En ocasiones pueden generar mayor rentabilidad, pero también dependerá del *asset allocation*. Un ejemplo que proponen es, comparar el inmueble *prime* situado en el Paseo de la Castellana en Madrid con un bono del estado español, teniendo el riesgo país en ambos, pero obteniendo una rentabilidad superior mediante la inversión en el inmueble.

En tercer lugar, los inversores incluyen alternativos para la diversificación de su cartera de cara a obtener una mayor rentabilidad sabiendo que por lo tanto también conlleva un mayor riesgo. Pablo Callejo, director nacional de sectores alternativos en CBRE, comenta que la teoría dice que una vez alcanzas el máximo nivel de diversificación en el portfolio, el riesgo que lleva esa cartera debe coincidir o se puede considerar su riesgo de mercado. Nunca se alcanza riesgo cero a través de la diversificación. Además, aconseja que en el caso de invertir en *real estate* o *private equity*, no invertir únicamente en residencias de ancianos, por ejemplo, buscar también estrategias más globales.

2. Inversiones más atractivas desde el punto de vista de rentabilidad o diversificación.

A la hora de responder esta pregunta, cada inversor se centró en su sector. Sin embargo, la mayoría de ellos también consideraban de gran atractivo la inversión en *private equity*. Álvaro Sainz, socio en Herbert Smith Freehills, comenta que los inversores buscan rentabilidades de dos veces y media superior a la inversión inicial, objetivo que solo puede ser proporcionado por inversiones de *private equity* o litigios, de ahí su gran atractivo.

Fernando Fuente, vicepresidente de valoraciones en CBRE, establece que para responder correctamente consideraría algunas variables. En primer lugar, el factor tiempo, teniendo en cuenta de que cada inversión tiene un periodo medio de maduración, dependiendo del riesgo/volatilidad y teniendo en cuenta que los mercados son cíclicos. Además, por lógica las inversiones más atractivas son aquellas que son más nuevas ya que ofrecen una mayor rentabilidad. Esto se debe a que son multivariables y más complejas por lo que implica un mayor volumen.

Por otro lado, si el inversor busca tener una rentabilidad con un riesgo inferior al *private equity* las energías renovables y los fondos de infraestructuras sería los más atractivos para este perfil. Estos activos van desde autopistas con peajes en sombra, pasando por aeropuertos, zonas logísticas de los puertos las cuales generan flujos más predecibles.

3. ¿Se puede conseguir tener un portfolio solo de inversión alternativa? ¿Es necesario combinarlo con inversión tradicional?

Depende. Cada inversor optará por una combinación de dichos activos en función de su aversión al riesgo y el concepto que ellos entiendan sobre activos alternativos. En general, todas las respuestas coinciden en que, si se debiera combinar ambos activos, a excepción de algunos casos en los que sería factible la inversión en solo alternativos. Para una mejor comprensión Hernán Cortes explica que, el 80% del retorno de una cartera viene por el *asset allocation* y solo un 20% por el *bond picking* y el *stop picking*. Por ello, hay una exposición brutal al *asset allocation* que dependiendo del perfil del cliente tendrá más o menos rentabilidad, pero todo en base a un modelo de cartera. Bajo esta misma filosofía estarían también los activos alternativos, en el que no solo va a depender la rentabilidad de dichos activos, sino la combinación de estos. Además, la liquidez es un factor muy importante en dicha elección, pues una inversión 100% alternativa resultaría en una ausencia de liquidez.

La inversión en activos alternativos sí sería posible en aquellos casos en los que el inversor esté dispuesto a sacrificar rentabilidad a cambio de un riesgo menor, un ejemplo nos lo comenta José Sarasola. La compañía Azora, invertía en comprar viviendas de protección oficial, las cuales alquilaba durante el tiempo en que seguían siendo de protección oficial y pasado ese plazo las vendían ¿Se puede equivocar? Si, pero muy poco. Por otro lado, tampoco pueden esperar obtener un 15%, como mucho un 3% pero siendo más conservador.

4. Percepción de los inversores la inversión alternativa desde el punto de vista de la aversión al riesgo.

Los inversores coinciden en que invertir en alternativos no tiene por qué ser más arriesgado que la inversión tradicional, ya que dependerá de la manera en la que se invierta para que de esa manera ser capaz de manejar el riesgo pues no es lo mismo invertir de forma directa o indirecta. Además, algunos inversores también coinciden en que el mayor riesgo que perciben éstos sobre los activos alternativos, por lo general, es falta de liquidez que tienen. Una vez analizado este factor, los riesgos dependerán de cada sector.

Por ejemplo, respecto al sector inmobiliario, Borja Silva opina que siempre se le ha considerado estable y de poco riesgo porque nunca bajaba hasta que llego la crisis. Aun así, el sector inmobiliario visto desde una perspectiva patrimonial y de inversión se continúa considerando como poco arriesgado ya que el bien inmueble no está siendo continuamente valorado como se da en la bolsa lo cual genera una mayor incertidumbre.

En cuanto a las infraestructuras es muy importante tener en cuenta el riesgo regulatorio. Además, las energías renovables dentro de este sector se podrán ver más o menos arriesgadas en función de su estructuración, es decir, su PPA.

Por otro lado, presuponiendo la cultura financiera, puede haber diferentes puntos de vista respecto al riesgo. En general dependerá de tener un perfil conservador o no, pero según la Hernán Cortés, las bolsas cada vez dependen menos del perfil conservador ¿Es más conservador comprarte un bono de 10 años al 0% y que de repente cambien las expectativas de inflación y que ese bono cambie de estar al 0 a estar a 20%? Ahí entra en función la percepción del inversor y no tanto el perfil.

5. ¿Qué tipo de inversión alternativa prevé que va a crecer más en el futuro?

El total de los inversores considera que las inversiones alternativas sí que van a crecer, pero al ser una pregunta tan subjetiva la respuesta predominante es “depende”. Las

variables que manejan los inversores para responder son varias como pueden ser los tipos de interés, el país, los sectores y el tiempo (años).

José Sarasola hace hincapié en los tipos de interés y comenta que mientras se mantengan los tipos bajos va a haber mucha inversión alternativa, el inversor encaja el nivel de riesgo con el tipo de perfil y con ello obtiene un tipo de rentabilidad. Si, por otro lado, los tipos se pusieran a 5% en EE. UU. ¿Por qué compensaría invertir en un geriátrico que da un 5%? En ese escenario habría que buscar inversiones alternativas que ya no den un 6% sino un 10%.

Respecto a la variable país, está muy relacionada con la variable del sector ya que dependiendo de las características del país habrá necesidad de crecimiento en un sector u otro. Hernán Cortes explica que aquellos países en desarrollo experimentarán un crecimiento en infraestructuras obteniendo rentabilidad por el pago de un canon y al estar poco desarrollados las probabilidades de crecimiento son altas. Centrándose en países desarrollados, las infraestructuras de renovables también tienen una buena proyección ya que la agenda del 2030 pretende llegar al 70% de producción de energía limpia necesitando una barbaridad de proyectos a implementar. Además, las infraestructuras de telecomunicaciones, hasta hace 5/10 años todas eran de las compañías telefónicas, ahora se están vendiendo, apareciendo compañías (CENEX) que las compran y se benefician del pago de un canon por este uso. Las telefónicas, por otro lado, se benefician ya que empiezan a compartir estas torres evitan costes de mantenimiento.

Fernando Fuente se centra en el sector inmobiliario y opina que la inversión alternativa todavía no la conocemos. Dentro de este sector los activos que van a crecer son aquellos destinados a albergar nuevas formas de trabajar y de hacer negocio. Como ejemplos propone los *data-centers* y tecnología, los cuales están siendo muy disruptivos. Además, el tiempo es una variable a tener en cuenta ya que dentro de 15 años habrá cosas que no existen a día de hoy. Sin embargo, de aquí a 5 años, se puede intuir que todo el negocio relacionado con la tecnología va a proporcionar una rentabilidad muy alta. Otro punto a tener en cuenta en ese periodo temporal será el residencial basado en las nuevas formas de vivir como puede ser el *corporate-living*. Este tipo de productos se construye sobre suelos que no son residenciales, son dotacionales, cuyo valor es mucho más barato que el

suelo residencial en el centro de la ciudad. Un ejemplo que comenta Borja Silva son los geriátricos, en Europa se prevé un crecimiento de este tipo de inmobiliario por el aumento de la población mayor.

6. ¿Qué tipo de clientes tienen en sus carteras inversiones alternativas?

Hay varias formas de invertir en alternativos, por ello todo cliente que invierte en fondos de renta fija o de renta variable tiene la posibilidad de incluir activos alternativos en sus carteras sin necesidad de ser un multimillonario. Si se invierte de forma directa, debe ser un inversor institucional y sino tener un cierto patrimonio. Por otro lado, con la creación de los vehículos especiales para este tipo de inversión como las socimis o las ETFs es más fácil entrar en las inversiones alternativas, comenta José Sarasola.

Borja Silva hace una reflexión ya que si consideramos la propia vivienda como inversión alternativa entonces se puede decir que la mayoría de los clientes poseen estas inversiones en sus carteras. Hace 10 años había un 80% que tenía su vivienda en propiedad ya que antes el mercado del alquiler no era tan amplio como ahora y ese porcentaje se ha reducido, pero volverá a cambiar ya que el alquiler ya es mucho más caro de lo que lo era antes. Sin embargo, si se analiza el mercado alemán, antes solo había un 40% con su vivienda en propiedad, pero este fenómeno está cambiando ya que los alquileres en Alemania se han disparado.

Fernando Fuente analiza estas inversiones basándose en la variable de la edad del inversor y sus necesidades, en un supuesto en el que los jóvenes pueden permitirse un alto grado de riesgo debido a sus bajas necesidades. Por ellos serán los jóvenes las personas que puedan tener una mayor repercusión en este tipo de activos. Su razonamiento es que tiene que haber dos estilos, personas jóvenes centradas en inversiones relativamente nuevas y puramente alternativas como pueden ser *start-ups* y, otra figura que es el inversor tradicional, quien busca diversificar su cartera introduciendo algún tipo de inversión alternativa, para buscar un cierto grado de mayor rentabilidad dentro de su cartera. Concluye que, en definitiva, los tipos de clientes objetivo para la inversión alternativa son aquellos que tienen sus necesidades cubiertas ya que será cuando el inversor entre en

inversiones alternativas, pues es una situación en la que puede mitigar el riesgo que conllevan sabiendo que no pierde las necesidades que ya tenía cubiertas.

7. ¿Cómo ve la liquidez de las inversiones alternativas?

Para los inversores este es el problema de la inversión alternativa, sin embargo, Hernán Cortes considera que no debería serlo, pero aparece ya que la gente no mide su necesidad de liquidez a largo plazo. Por otro lado, esta pregunta la relacionan mucho con la anterior ya que también dependerá de la manera en la que se invierta.

La liquidez cuando se invierte de una manera indirecta es instantánea ya que el inversor vende sus acciones y obtiene esa liquidez. Si se considera el mercado directo, es mucho más difícil ya que son mercados menos organizados y transparentes. Estimando por lo bajo respecto al sector inmobiliario se puede tardar de 1 a 2 meses dice Borja Silva.

Por otro lado, José Sarasola comenta que, en las inversiones alternativas, generalmente, hay ventanas de liquidez teniendo la posibilidad poder salir antes de proyecto, pero con una penalización. Lo difícil a veces también es tener que esperar a la maduración del proyecto para recolectar el interés, pues es un largo periodo de tiempo y las rentabilidades pueden variar.

8. ¿Cuáles son las variables más importantes a la hora de analizar las inversiones alternativas?

Sin duda alguna la variable más importante para los inversores es la correlación rentabilidad riesgo ya que al final será lo que marque que sea una buena inversión según la percepción del inversor. En segundo lugar, Borja Silva menciona que también son muy importantes las variables macroeconómicas ya que, al fin y al cabo, son proyectos a largo plazo en los que tienes que prever diferentes escenarios. Por último, muchos de ellos coinciden en que, en la inversión alternativa, lo principal es conocer el negocio que hay detrás. En todo momento se debe conocer lo que se está comprando, como está estructurado por dentro (Un ejemplo se encuentra en las renovables, estructuradas con

PPA o sin PPA), que riesgos tiene, el aspecto regulatorio de dichas inversiones, la liquidez, en el caso de querer salir si existe la posibilidad de hacerlo.

Pablo Callejo comenta que en este tipo de inversiones se hace mucho hincapié en este último aspecto ya que hay mucha gente que invierte en bolsa sin conocer muchas veces las compañías, simplemente siguiendo recomendaciones de determinados expertos. En el caso de las inversiones alternativas, opina que se debería profundizar mucho más porque precisamente no tienes esas ventanas de liquidez que se pueden tener en otras inversiones menos arriesgadas.

9. ¿Qué barreras de entradas existen para realizar estas inversiones? ¿Y de salida?

Fernando Fuente resume muy bien esta respuesta. Como barreras de entrada se tienen aspectos tan importantes como: volumen de inversión, conocimiento y capacidad de gestión. Desde el punto de vista de las barreras de salida: encontrar a un inversor cualificado, que reúna las características necesarias y lo compre de vuelta ya que no hay mucha gente capaz de entender este tipo de inversiones, que tenga el dinero y que reúna el conocimiento necesario para entender el negocio que hay detrás de dicho activo. Obviamente será mucho más rápido para vender una acción del Santander que para desinvertir un activo alternativo. Por último, Álvaro Sainz comenta otra barrera de entrada que es la toma de decisión. El inversor debe tener en cuenta que fondos se agotan y hasta que no aparezca uno nuevo no se podrá invertir.

A su vez, los inversores diferencian entre inversores institucionales y particulares y las formas de invertir ya que las barreras de entrada como de salida no serán iguales. Los particulares tienen más barreras de entrada ya que requieren un *ticket* de entrada muy alto si se considera la inversión directa. Los institucionales por otro lado, tienen dicha capacidad, pero, por otro lado, también es que lo necesitan si tienen que mantener una cierta rentabilidad ya que hoy en día con la rentabilidad que te da la inversión tradicional no sobrevives.

10. ¿Existe alguna diferencia entre el porcentaje que tienen en su porfolio los inversores institucionales frente a los particulares?

La mayoría de respuesta fueron positivas, el institucional tiende a tener un grado de porcentaje de alternativo mucho más alto que el inversor particular. Esto tiene relación con lo comentado con anterioridad, por el volumen de inversión, el conocimiento y la capacidad de gestión, es decir, el propio pulmón de la institución. Álvaro Sainz comenta que los inversores institucionales tienen inversiones sumamente grandes y sofisticadas en las cuales analizan multitud de productos y fondos u organizan secundarios entre otras cosas.

Hernán Cortés reflexiona que las instituciones europeas tienen mucho menos porcentaje de activos alternativos en sus carteras en comparación con las estadounidenses. Además, en España la inversión es muy escasa a pesar de estar “de moda” en la actualidad.

Sin embargo, a diferencia del resto de inversores, Fernando Sarasola opina que por las mismas razones por las que se interpreta que sí debería haber diferencia, él dice que no. Al final no es tanto si se trata de un inversor institucional o particular sino el perfil de inversión al riesgo, esto generará unos porcentajes distintos respecto a estas inversiones. Nos lo ejemplifica a través de un inversor pequeño con \$300.000 ¿Dedicará un 10% a alternativos o no? Esto dependerá de cuanto esté dispuesto a arriesgar y cuanta rentabilidad quiera obtener. Considera que una figura como la de Amancio Ortega no se lo planteará de forma diferente que un inversor particular.

11. ¿Durante cuánto tiempo se estima que las inversiones alternativas continúen siendo una parte relevante de las carteras de los clientes?

Todos los inversores estiman que las inversiones alternativas estarán permanentemente en las carteras, aunque como cualquier inversión, estas irán por ciclos. Habrá momentos en los que tengan un mayor peso en el porfolio de los inversores y en otros momentos menos. Sin embargo, Hernán Cortés dice que los *private equity*, fondos inmobiliarios y los *hedge funds* ya llevan mucho más tiempo, en los años previos, por ejemplo, se consideraba *Venture capital* a los *private equity*, hoy en día ya tienen casi más de 30 años.

En España son categorías que se comienza a hablar de ello pero que por ejemplo en EE. UU. llevaban más de 35-40 años. Por otro lado, los fondos de infraestructuras son considerablemente nuevos.

Otro factor importante que explica porque los activos alternativos perdurarán en el tiempo es la rentabilidad que ofrecen. Fernando Fuente explica que las inversiones alternativas estarán cada vez más presentes debido a que te maximizan un poco la rentabilidad y se centra en su sector para explicarlo. En *real estate*, el negocio tradicional se va a proteger mucho para seguir estable y funcionando, pero a su vez buscará obtener una mayor rentabilidad mediante las inversiones alternativas e incluso este negocio tradicional va a servir para dar apoyo a este tipo de inversiones. Este comportamiento lo relaciona con el ser humano y lo comentado anteriormente en base a las necesidades al igual que comenta Pablo Callejo. Una vez cubiertas las necesidades principales del inversor, este querrá ir a más lo que le derivará a los activos alternativos.

Para terminar, al igual que ha sucedido en la mayoría de las preguntas, también dependerá de que tipo de inversor y forma de invertir se esté hablando. Como comenta Álvaro Sainz, en el caso de ser inversores particulares estas inversiones todavía no son una parte relevante, pero se puede prever que lo llegarán a ser. En cuanto a los inversores institucionales es la parte principal y lo va a continuar siendo debido a las rentabilidades que buscan ya que no pueden entrar en renta fija salvo que por ejemplo se trate de mutualidades.

7. CONCLUSIÓN

Las inversiones alternativas son, por lo tanto, un gran activo financiero que está cobrando importancia. Esta popularidad nace ante este escenario económico y político en el cual es difícil obtener una rentabilidad considerable únicamente a través de la inversión tradicional.

A través del análisis realizado de cada una de las inversiones alternativas del momento y con la ayuda de la información obtenida en las entrevistas a gestores conocedores de estos activos alternativos, cabe concluir respondiendo a los objetivos de este estudio.

En primer lugar y respondiendo al primer objetivo, se ha podido ver como a lo largo del estudio se ha ido comparando la inversión alternativa con la tradicional. Por lo tanto, con el apoyo del conocimiento de los gestores, se concluye que ante esta situación de inestabilidad tanto económica como política y al bajo rendimiento de la renta fija y la volatilidad de la renta variable, los activos alternativos deberían tomar un peso considerable en la cartera de los inversores.

En segundo lugar, una vez habiendo resuelto positivamente la hipótesis del primer objetivo en cuanto a la reducción de inversión tradicional en cartera, se responderá al segundo objetivo de este estudio. La manera más eficaz para ello será analizando por separado los diferentes puntos a valorar de cara a la inversión.

El riesgo de las inversiones alternativas podrá ser amoldado. Sin embargo, el inversor no debe olvidar que, a menor riesgo, menor rentabilidad. A lo largo del análisis, el lector ha podido comprender que las inversiones alternativas no tienen por qué ser más arriesgadas que la inversión tradicional gracias a la variedad de activos y de formas de invertir en ellas. Un ejemplo podría ser la comparación de un inmueble prime ubicado en el Paseo de la Castellana en Madrid respecto a los bonos del Estado en el que el riesgo es similar, pero obteniendo una mayor rentabilidad.

Respecto a la iliquidez de estos activos alternativos se puede concluir que es relativa ya que dependerá de la forma de inversión que sea elegida. Actualmente, existen numerosos vehículos de inversión que facilitan la liquidez a corto plazo y

que se han mencionado en múltiples ocasiones como es el caso de las ETFs o las Socimis.

La rentabilidad de estas inversiones, como se comentaba previamente, tendrá que ver con el riesgo que el inversor decida afrontar. Por otro lado, mediante los diferentes ejemplos mencionados y corroborándolo con la opinión de los gestores, se puede observar cómo hay algunos activos alternativos que serán más rentables como puede ser el *private equity*.

Por lo tanto, habiendo ultimado este análisis genérico sobre algunos puntos a valorar de cara a elegir dónde invertir, se puede concluir que hay múltiples formas de invertir en activos alternativos. Será a través de estas opciones de inversión cómo el inversor podrá cumplir sus objetivos de rentabilidad de la manera más adecuada a sus características.

8. BIBLIOGRAFÍA

- Aberdeen Standard Investments & AFI. (Septiembre de 2019). *Inversión en activos alternativos*.
Obtenido de Aberdeen Standard Investments & AFI:
<https://www.afi.es/webAfi/descargas/1907991/1368472/Estudio-Inversion-en-activos-alternativos.pdf>
- Alfárez, Á. (2019). *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España: Ascri*.
Obtenido de Ascri: <https://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2019/06/INFORME-ASCRI-2019-1.pdf>
- Austin, M. & Thurston, D. (Enero de 2020). *Venture Capital Positively Disrupts Intergenerational Investing: Cambridge Associates*. Obtenido de Cambridge Associates:
<https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2020/01/VC-Positively-Disrupts-Intergenerational-Investing.pdf>
- Austin, M., Thurston, D. & Prout, W. (Febrero de 2019). *Private Investing for Private Investors: Life Can Be Better After 40%: Cambridge Associates*. Obtenido de Cambridge Associates: <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2019/02/Private-Investing-for-Private-Investors.pdf>
- B. Johnston, K. (04 de Enero de 2020). *Top 4 Infrastructure ETFs for 2020: Investopedia*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/investing/top-infrastructure-etfs/>
- Blanco, C. (11 de Diciembre de 2019). *Invertir en el oro negro: Estrategias de inversión*. Obtenido de Estrategias de inversión:
<https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/analisis-fondos/invertir-en-el-oro-negro-n-437445>
- Chen, J. (12 de Marzo de 2020). *Funds of Funds (FoF): Investopedia*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/f/fundsoffunds.asp>
- Credit Suisse AG. (2015). *Private Equity. Documentación sobre las categorías de producto*. Credit Suisse AG.
- Edwin J. Elton, M. J. (2010). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, Inc.
- El periódico de la Energía. (19 de Julio de 2018). *Invertir en energías renovables, más «seguro, rentable y estable» que en oro o soberanos, según Kaiserwetter: El periódico de la energía*. Obtenido de El periódico de la energía:
<https://elperiodicodelaenergia.com/invertir-en-energias-renovables-mas-seguro-rentable-y-estable-que-en-oro-o-soberanos-segun-kaiserwetter/>
- EY. (2018). *Global Private Equity watch 2018: EY*. Obtenido de EY:
<https://www.ey.com/es/es/home/ey-global-private-equity-watch-2018>
- Fletcher, L. (20 de Enero de 2020). *Top Hedge Funds post biggest gains in at least a decade. -*. Londres. Obtenido de <https://www.ft.com/content/81e074cc-3950-11ea-a6d3-9a26f8c3cba4>

- Forbes. (25 de Noviembre de 2015). *Three Ways To Profit From \$78 Trillion In Global Infrastructure Investment: Forbes*. Obtenido de Forbes: <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2015/11/25/three-ways-to-profit-from-78-trillion-in-global-infrastructure-investment/#a4aa62350a50>
- Frankfurt School of Finance & Management. (2019). *Global Trends in Renewable Energy Investment 2019*. Frankfurt: Frankfurt School of Finance & Management gGmbH.
- Iberdrola. (s.f.). *PPAs Iberdrola*. Obtenido de Iberdrola: <https://www.iberdrola.com/sala-comunicacion/top-stories/contrato-ppa-energia>
- Inderst, G. (2016). *Infrastructure Investment, Private Finance, and Institutional Investors*. Asian Development Bank Institute. London: ADBI Working Paper Series. Obtenido de <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=8120980250880670901040750160670220730280460810790030231090710151011190801001211191230111030480320101201110040690860210000031030050760930390110970700671140170260891130410070030880950071100961151211021000870051050>
- Invierta: El Español*. (28 de Noviembre de 2019). Obtenido de El Español: https://www.elespanol.com/invertia/mis-finanzas/20191128/fondos-energias-renovables-rentabilizar-inversion-cuidando-ambiente/447956407_0.html
- J.Domingo, I. (20 de Febrero de 2020). *El hedge fund más rentable de 2019 adopta una agresiva estrategia de inversión a favor de empresas sostenibles: Estrategias de Inversión*. Obtenido de Estrategias de Inversión: <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/informes/el-hedge-fund-mas-rentable-de-2019-adopta-una-n-442289>
- J.P. Morgan's Capital Advisory Group. (2019). *2019 Institutional investor survey*. Nueva York: J.P. Morgan's Capital Advisory Group.
- Kuepper, J. (11 de Abril de 2019). *Investing in the Global Renewable Energy Sector: The Balance*. Obtenido de The Balance: <https://www.thebalance.com/how-to-invest-in-the-global-renewable-energy-sector-4056875>
- Lowe, R. (Octubre de 2019). *Top 100 Infrastructure Investors 2019: IPE Real Assets*. Obtenido de IPE Real Assets: <https://realassets.ipe.com/top-100-infrastructure-investors-2019/10033334.article>
- Lynch, P. (2018). *Batiendo a Wall Street*. Barcelona: Deusto.
- McKinsey & Company. (01 de Febrero de 2020). *A new decade for Private Markets, McKinsey Global Private Markets Review 2020*. Obtenido de McKinsey & Company: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Private%20Equity%20and%20Principal%20Investors/Our%20Insights/McKinseys%20Private%20Markets%20Annual%20Review/McKinsey-Global-Private-Markets-Review-2020-v3.aspx>
- Mercado, P. (06 de Febrero de 2020). *Fondos de inversión en infraestructuras que rozan rentabilidades del 30%: Invertia*. Obtenido de Invertia: https://www.elespanol.com/invertia/mis-finanzas/20200206/fondos-inversion-infraestructuras-rozan-rentabilidades/465454794_0.html

- Michael, G. (10 de Febrero de 2020). *3 Commodities to Invest In: Investopedia*. Obtenido de Investopedia: <https://www.investopedia.com/financial-edge/0412/the-3-best-commodities-to-invest-in.aspx>
- Mooradian, P., Auerbach, A., Slotsky, C. & Gilfix, J. (Enero de 2019). *Growth Equity: Turns Out, It's All About the Growth: Cambridge Associates*. Obtenido de Cambridge Associates: <https://www.cambridgeassociates.com/insight/growth-equity-turns-out-its-all-about-the-growth/>
- Nuñez, A. (6 de Enero de 2019). *El auge de la inversión alternativa: Cinco Días*. Obtenido de Cinco Días: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/01/04/companias/1546630819_681654.html
- Nuñez, A. (23 de Junio de 2019). *Invertir en renovables, sí. Pero ¿cómo?: Cinco Días*. Obtenido de Cinco Días: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2019/06/21/mercados/1561130837_013196.html
- Palomares, A. (20 de Enero de 2020). *Examen a los hedge funds: ¿qué hicieron en un año alcista como 2019: Funds People*. Obtenido de Funds People: <https://es.fundspeople.com/news/examen-a-los-hedge-funds-que-hicieron-en-un-ano-alcista-como-2019>
- Perez Galdón, B. (14 de Enero de 2020). *El sector inmobiliario español repite como favorito en 2020: Cinco Días*. Obtenido de Cinco Días: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/01/13/mercados/1578930095_500062.html
- PwC & Urban Land Institute. (2019). *Emerging Trends in Real Estate*. London: PwC & Urban Land Institute. Obtenido de <https://www.pwc.at/de/publikationen/branchen-und-wirtschaftsstudien/pwc-emerging-trends-in-real-estate-europe-2019.pdf>
- PwC. (2019). *The global outlook for 2019: PwC*. Obtenido de PwC: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/assets/pwc-etire-global-outlook-2019.pdf>
- Ros Ruiz I, A. (03 de Noviembre de 2017). *Inversión en capital riesgo a la mano de cualquier inversor (I): Funds People*. Obtenido de Funds People: <https://es.fundspeople.com/news/inversion-en-capital-riesgo-a-la-mano-de-cualquier-inversor>
- Ros Ruiz II, A. (13 de Noviembre de 2017). *Inversión en capital riesgo a la mano de cualquier inversor (II) : Funds People*. Obtenido de Funds People: <https://es.fundspeople.com/news/inversion-en-capital-riesgo-a-la-mano-de-cualquier-inversor-ii>
- Rosenbaum, K., Lang, R. & Day, D. (Septiembre de 2018). *Infrastructure Debt: Cambridge Associates*. Obtenido de Cambridge Associates: <https://www.cambridgeassociates.com/research/infrastructure-debt-understanding-the-opportunity/>

- S.Pérez. (25 de Septiembre de 2019). *La inversión alternativa, una opción con tipos bajos: Expansión*. Obtenido de Expansión: <https://www.expansion.com/mercados/2019/09/25/5d8a850a468aebf51a8b457b.html>
- Simón Ruiz, A. (08 de Agosto de 2018). *Las cuatro grandes socimis ya controlan 30.000 millones en inmuebles: Cinco Días*. Obtenido de Cinco Días: https://cincodias-elpais-com.cdn.ampproject.org/c/s/cincodias.elpais.com/cincodias/2018/08/07/companias/1533663960_560101.amp.html
- Thompson, B. (23 de Agosto de 2018). *Litigation finance industry opens up to private investors*. Londres. Obtenido de <https://www.ft.com/content/03921f5e-a49a-11e8-926a-7342fe5e173f>
- Valdivieso-Lama, S. d. (2019). *Elección de estrategia de inversión de un perfil moderado*. Piura, Perú.

9. ANEXO I (Cuestionario base utilizado en las entrevistas)

1. ¿Por qué puede ser conveniente incorporar las inversiones alternativas en un porfolio?
2. ¿Cuáles son las inversiones más atractivas desde el punto de vista de rentabilidad o diversificación?
3. ¿Se puede conseguir tener un porfolio sólo de inversión alternativa (que sea seguro y rentable)? ¿O es necesario combinarlo con inversión tradicional?
4. ¿Cómo reciben los inversores la inversión alternativa desde el punto de vista de la aversión al riesgo?
5. ¿Qué tipo de inversión alternativa prevé que va a crecer más en el futuro?
6. A raíz de la pregunta anterior, ¿Qué tipo de clientes tienen en sus carteras inversiones alternativas? (No sólo el perfil de riesgo del cliente, sino el patrimonio que debe tener en activos financieros, la edad, el plazo de objetivos de liquidez y rentabilidad)
7. ¿Cómo ve la liquidez de las inversiones alternativas? (comentario: obviamente debería ser más limitada que cualquier otra inversión, Ejemplo: una acción del Santander se vende en un minuto, un activo alternativo no.)
8. ¿Cuáles son las variables más importantes a la hora de analizar las inversiones alternativas?
9. ¿Qué barreras de entrada existen para realizar estas inversiones? ¿y de salida? (aunque respecto a esto último la respuesta podría estar relacionada con la de la liquidez.)
10. ¿Existe alguna diferencia entre el porcentaje que tienen en su porfolio los inversores institucionales frente a los particulares?
11. ¿Durante cuánto tiempo se estima que las inversiones alternativas continúen siendo una parte relevante de las carteras de los clientes?