



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# LOS INVERSORES INSTITUCIONALES BUSCAN UNA “ALTERNATIVA” EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

Autor: Inés Torremocha Gaytán de Ayala  
Director: Carlos Tordesillas Cobos

MADRID | Abril 2020

## Resumen

En el presente trabajo de investigación se realiza un estudio sobre las posibles razones por las cuales los inversores institucionales deciden optar por complementar sus carteras con activos alternativos y, si ciertos eventos macroeconómicos han propiciado la inclusión de estos. Adicionalmente, se analizan los principales activos que componen las carteras de los inversores institucionales: fondos de pensiones, aseguradoras y grandes *family offices*. Se determina cual es el perfil de inversiones que tienen los diferentes inversores seleccionados y qué porcentaje de su cartera de inversión destinan a activos alternativos. Finalmente, se han realizado entrevistas a profesionales de la industria, con el objeto de obtener una referencia directa sobre la actitud de los inversores institucionales con respecto a los activos alternativos y cómo, desde su perspectiva, consideran que será el crecimiento futuro de estos activos.

**Palabras clave:** inversor institucional, activos alternativos, activos tradicionales, España, aseguradoras, fondos de pensiones, *family offices*, sentimiento actual del inversor.

## Abstract

This paper analyses a study carried out on the possible reasons why institutional investors decide to complement their portfolios with alternative assets and, whether different macroeconomic events have led to their inclusion. Additionally, the main assets that make up the portfolios of the different institutional investors are analyzed: pension funds, insurance companies and large family offices. The investment profile of the selected investors is determined, as well as the total capital commitments to these asset classes. Finally, interviews were conducted with different industry professionals in order to obtain a direct reference on the attitude of institutional investors with respect to alternative assets and how, from their perspective, they consider the future growth of these assets to be.

**Key words:** institutional investors, alternative assets, Spain, insurance companies, pension funds, family offices, current investor sentiment.

# Índice

Índice de Figuras.....	4
1. Estado de la Cuestión.....	5
2. Objetivos.....	7
3. Metodología.....	8
4. Inversiones Alternativas .....	9
4.1 Concepto .....	9
4.2 Tipos de activos alternativos.....	11
4.2.1 Perfil de Volatilidad.....	15
5. Atractivo de los activos alternativos frente a los activos tradicionales .....	17
5.1 Perspectivas del Mercado .....	18
5.1.1 Análisis Macroeconómico (EE. UU, Europa y España).....	18
5.2 La crisis del 2008 como punto de inflexión.....	22
5.3 Una visión a largo plazo .....	26
5.3.1 Perspectivas de crecimiento.....	28
5.4 España como mercado .....	31
5.4.1 Inversiones en alternativos en España .....	31
6. Tendencias de Inversión de Inversores Institucionales en España .....	33
6.1 En la mente del Inversor Institucional español.....	34
6.1.1 El sector asegurador.....	35
6.1.2 Fondos de Pensiones .....	40
6.1.3 Family Offices .....	46
7. Crecimiento global de los activos alternativos .....	49
7.1 Perspectivas del inversor .....	49
7.2 Mercados Emergentes.....	51
7.2.1 América Latina .....	53
7.2.2 Asia-Pacífico.....	55
8. Perspectiva actual de profesionales de la industria.....	56
9. Conclusiones.....	61
10. Bibliografía .....	64
Anexos .....	70

## Índice de Figuras

Figura 1: Porcentajes de rendimiento de las diferentes clases de activos .....	11
Figura 2: Atributos de las diferentes clases de activos .....	12
Figura 3: Número de movimientos del 3% diarios del S&P 500 por década .....	16
Figura 4: Correlación de los diferentes activos alternativos con respecto a los distintos activos tradicionales .....	18
Figura 5: Evolución de los tipos de interés del BCE, % .....	23
Figura 6: PIB Anual Zona Euro, % .....	24
Figura 7: Evolución de la inversión en Activos Alternativos .....	25
Figura 8: S&P 500 .....	26
Figura 9: Ratio de Tesorería a diez años .....	27
Figura 10: Rentabilidades de los fondos de inversión, por tipo de cartera .....	29
Figura 11: Retornos reales de una cartera de inversión 60/40 .....	30
Figura 12: Cartera de las aseguradoras españolas en 2018 .....	35
Figura 13: Cartera de las aseguradoras españolas en 2019 .....	36
Figura 14: Ranking aseguradoras por volumen de primas emitidas (2019) .....	37
Figura 15: Distribución por tipología de activo .....	38
Figura 16: Total capital invertido en activos alternativos por Mutua Madrileña (2018-2019) .....	40
Figura 17: Cartera de fondos de pensiones españoles en 2018 .....	41
Figura 18: Cartera de Fondos de Pensiones Españoles en 2019 .....	42
Figura 19: Tabla volatilidades y rentabilidades anualizadas de planes de pensiones para el año 2019 .....	43
Figura 20: Distribución por tipología de activos .....	44
Figura 21: Comparativa planes de pensiones .....	44
Figura 22: Rentabilidades anuales de los distintos planes .....	45
Figura 23: Cartera media de un <i>family office</i> , % .....	47
Figura 24: Asignación media actual por tipo de inversor .....	50
Figura 25: Objetivo de asignación media por tipo de inversor .....	50
Figura 26: Perspectivas de los inversores sobre cuales son los mercados emergentes que presentan las mejores oportunidades según cada clase de activos .....	53

# 1. Estado de la Cuestión

Las inversiones en activos alternativos están creciendo de manera notable, despertando un sentimiento de entusiasmo y curiosidad por parte de los inversores. Se puede atribuir a ciertos acontecimientos, como la caída de los tipos de interés o la guerra comercial entre Estados Unidos y China, que han tenido lugar en los últimos años para explicar el favoritismo por estos activos financieros.

En las últimas dos décadas, la economía ha pasado ya por dos grandes recesiones y, consecutivamente por dos largas y duras recuperaciones. La crisis económica de 2008 causó un antes y un después en la economía global, pero también en la actitud de los inversores que cambiaron su postura a la hora de elegir los componentes de sus carteras. Las consecuencias fueron un lento crecimiento económico global, una desconfianza generalizada, y una creencia común que las opciones de optar por inversiones tradicionales no iban a ser suficientes para conseguir sus objetivos. Es por esto, que los analistas empezaron a considerar el porqué, por parte de los inversores, de optar por activos alternativos, que se podía traducir en obtener mayores rentabilidades, refugiarse ante la volatilidad del mercado o protegerse de las subidas de interés.

Según un estudio realizado por Preqin y McKinsey (2019), los activos bajo gestión de la industria de los activos alternativos, creció a finales de 2018 hasta los 9,5 billones de dólares. No obstante, este crecimiento entusiasta no siempre ha sido reconocido en la industria de los activos alternativos. Entre los años 2005 y 2007 el total de los activos bajo gestión en activos alternativos a nivel global se duplicó pasando de los 2,9 billones de dólares a los 5,7 billones de dólares, respectivamente. Después, la crisis generó un problema de iliquidez y desestabilidad en los mercados, que, junto al desempeño deficiente de las empresas, paralizaron la industria de los alternativos. Sin embargo, con el tiempo, la economía consiguió entrar en un periodo de estabilización y en 2011 las inversiones en activos alternativos a nivel global consiguieron llegar a los \$6.5 billones en activos bajo gestión. En términos relativos, el peso de los activos alternativos fue muy superior al de los “no alternativos”, y representaban el 16% del mercado institucional y 9% del mercado minorista a nivel global.

Por otro lado, en el mercado español, el activo que sin duda ha tenido mayor repercusión es el capital privado o el *Private Equity*. El año 2019 cuenta con la estimación de que el activo ha tenido un ejercicio histórico con 8.513 millones de euros de inversión total<sup>1</sup>, en comparación al año 2009 que tuvo una inversión total de 1.397 millones de euros. La mayor parte de los recursos captados provinieron de inversores internacionales y se dirigieron la gran mayoría a fondos de mercado mediano (o *middle market*) (Ascri, 2019)

Al explorar las inversiones en activos alternativos, se encuentran pruebas convincentes de que una cartera bien diversificada que incluya activos alternativos ofrece un binomio rentabilidad-riesgo superior, utilizando tanto datos históricos reales como previsiones de valor de mercado. Por tanto, no es cuestión de sustituir los activos tradicionales que componen una cartera por activos alternativos, sino integrarlos de manera acorde.

---

<sup>1</sup> La estadística que se presenta es una estimación del ejercicio correspondiente del año 2019. Los datos definitivos los publicará Ascri en abril de 2020.

## 2. Objetivos

El presente trabajo de investigación académica está orientado a tratar los siguientes temas: en primer lugar, aportar una base de conocimiento para lograr una comprensión clara sobre las claves principales de las inversiones alternativas, su funcionamiento y, por tanto, su papel dentro de los mercados financieros. Además, explicar el abanico de activos al que pueden optar los inversores dentro de la inversión alternativa, su creciente evolución y su grado de correlación con los distintos activos tradicionales.

En segundo lugar, justificar la creciente popularidad de este tipo de inversiones frente a las inversiones en activos tradicionales durante los últimos años, analizando las tendencias de mercado y las diferentes perspectivas y opiniones de grandes empresas, con una evolución del capital comprometido en estos activos. Determinar si la crisis financiera de 2008 fue el punto de inflexión para el aumento de la inversión en este tipo de activos y si ciertos eventos macroeconómicos que han tenido lugar en los últimos años han beneficiado la inversión en activos alternativos por parte de los inversores institucionales.

En tercer lugar, analizar de qué manera han cambiado las preferencias de inversión por parte de los inversores tras la crisis económica, y su afán por encontrar “otras opciones” que incrementen la resiliencia y diversificación de sus carteras. Para ello, se realizará un estudio sobre el perfil de inversión de los distintos inversores institucionales en el mercado español: aseguradoras, fondos de pensiones y grandes *family offices*, y la incorporación de activos alternativos en sus productos.

En cuarto lugar, estudiar el crecimiento global de los activos alternativos, y las perspectivas del inversor institucional en cuanto a su asignación media actual y su asignación objetivo a los activos alternativos. A continuación, se realizará un estudio enfocado en el crecimiento de los activos alternativos en los mercados emergentes y, más concreto en mercados latinoamericanos y asiáticos.

Por último, se analizarán las respuestas que se han obtenido por parte de profesionales de la industria, sobre el creciente interés de los activos alternativos por parte de los inversores institucionales, y sus perspectivas sobre el potencial de crecimiento en los próximos años.

### **3. Metodología**

Para conseguir estos objetivos y aportar un marco teórico que respalde la investigación se ha recurrido a artículos de prensa especializada en el sector financiero, como “El Economista”, “El Expansión” o Funds People, así como informes y estudios realizados por empresas, y publicaciones de páginas web especializadas en la materia. Además, de informes y resultados publicados por Preqin (proporciona datos e información financiera sobre el mercado de activos alternativos) e informes emitidos por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), además de datos estadísticos obtenidos de EMPEA (Emerging Markets Private Equity Association), EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) o ICEA (Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones).

Para realizar el análisis económico y financiero de las inversiones alternativas y las preferencias de los inversores por esta clase de activos, se utilizará una metodología y un enfoque deductivo, ya que se emplearán informes y folletos publicados por Preqin y otros publicados por instituciones reconocidas, tales como J.P. Morgan, BlackRock o Mapfre para el uso de sus gráficas, tablas, informes trimestrales y anuales de la inversión en activos alternativos, disponibles públicamente, además de encuestas realizadas a inversores y otras instituciones. Asimismo, se contará con entrevistas realizadas a profesionales de la inversión de instituciones especializadas en activos alternativos como ASCRI (Asociación de Crecimiento, Capital, Crecimiento e Inversión), CBRE, Cygnus Torreal y Kibo Ventures, para obtener información más detallada e interna sobre la evolución de estos activos en la industria.



## 4. Inversiones Alternativas

### 4.1 Concepto

Se podrían diferenciar en términos generales dos conceptos. Por un lado, los Activos Alternativos o Activos no cotizados. Aunque no existe una definición consensuada sobre estos, se podrían definir como un grupo de activos financieros y activos reales que no pertenecen a los activos tradicionales de inversión, es decir, aquellos que no cotizan en bolsa. Sin embargo, estos activos “no tradicionales” podrían definirse en base a unas características diferenciadoras: una mayor diversificación frente a los activos tradicionales, menor liquidez, ya que no suelen tener valor liquidativo diario, y un menor conocimiento sobre sus características. Se incluyen principalmente fondos de inversión, empresas de capital riesgo, bienes inmuebles, materias primas y acciones de empresas no cotizadas. Así mismo se consideran también como activos alternativos: antigüedades, sellos, monedas, bienes de lujo, etc.

Por otro lado, las “inversiones alternativas”, actúan como herramientas esenciales que proporcionan a los inversores una mayor exposición a diferentes estrategias y oportunidades de inversión, permitiendo a estos mejorar los rendimientos de sus carteras, y diversificando al mismo tiempo las fuentes de esos rendimientos (UBS, 2014). Este término se utiliza a menudo para definir todas aquellas inversiones en activos, que no se correspondan con inversiones en bonos, acciones y efectivo. Este tipo de estrategias, incluyen inversiones en activos privados (aquellos que no cotizan en bolsa), o estrategias de inversión que utilizan enfoques no tradicionales, como la capacidad de beneficiarse si las acciones caen. Por lo que estas inversiones, ofrecen un potencial a los inversores, como obtener rendimientos acordes con su complejidad, así como ofreciendo primas de iliquidez como compensación por el compromiso de capital a largo plazo.

Por el contrario, las clases de activos tradicionales abarcan los mercados monetarios, los valores de renta fija y acciones públicas. Este tipo de activos se negocian en mercados líquidos, transparentes y regulados. Existe una gran variedad de índices que se utilizan como referencia de estas clases de activos. En general, estos índices se pueden replicar fácilmente y a bajo coste. Los activos tradicionales proporcionan a los inversores una exposición eficiente a “beta” y al mercado. Los inversores rara vez se comprometen con

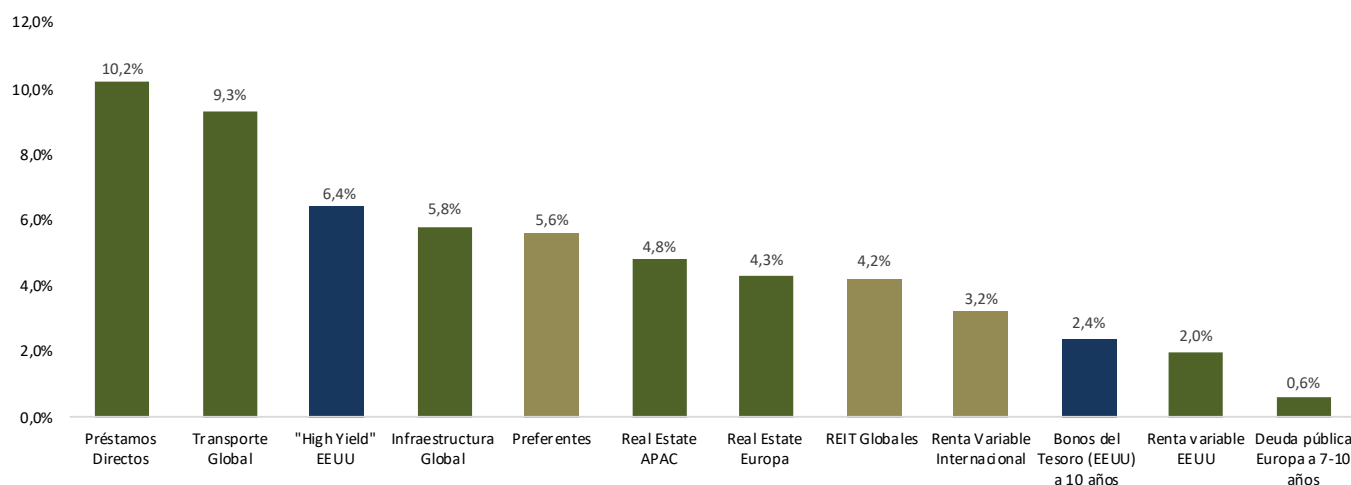
los emisores de estos valores. No obstante, las estrategias alternativas también se ejecutan a través de valores líquidos. Estas estrategias pueden implicar la toma de posiciones largas y cortas, un apalancamiento significativo y una rotación muy alta. Como resultado, estas estrategias implican un nivel de complejidad que no puede ser fácilmente replicado a través de una estrategia de gestión pasiva.

Las inversiones en los activos privados, al contrario de los activos tradicionales, requiere que los inversores se comprometan de manera activa con las compañías en las cuales invierten. Este compromiso al que se hace mención, es una fuente de valor que ofrecen los activos privados. Los inversores proporcionan, tiempo, capital e información, que permite a las compañías embarcar en la generación de valor a largo plazo. Este “*quid pro quo*” es por tanto la falta de liquidez a corto plazo. Esto sucede debido a que las empresas necesitan que se les proporcione recursos, sobre todo, tiempo para que sus modelos de negocio puedan generar su potencial esperado.

J.P. Morgan argumentó, que el concepto de las inversiones alternativas debería definirse como un universo heterogéneo, ya que la realidad es que los alternativos no pueden definirse como un único activo, debido a que esta categoría de activos incluye numerosas estructuras y estrategias diferentes, y por tanto no pueden considerarse como una inversión monolítica. Dentro de este universo heterogéneo, se pueden diferenciar dos categorías principales: “los potenciadores de rendimiento” y los “diversificadores”.

Los primeros se definen como aquellos que buscan generar una rentabilidad superior, como su nombre indica, a la de los mercados públicos. Los inversores compensan la baja liquidez en estos mercados, con unos rendimientos mayores. El siguiente gráfico (Figura 1) hace referencia a la diferencia de retorno de los activos alternativos frente a los activos tradicionales (las columnas el color marrón claro corresponden a los activos de renta variable, las columnas en color azul a activos de renta fija, y las columnas en color verde a activos alternativos). En este contexto, los préstamos directos han generado un cupón medio anual del 10,2%, mientras que por otro lado las inversiones en infraestructuras ofrecen una rentabilidad del 5,8%, y la deuda pública europea una media del 0,6%.

**Figura 1: Porcentajes de rendimiento de las diferentes clases de activos**



*Fuente: J.P Morgan Asset Management Market Insight, 2019*

Por otro lado, los “diversificadores”, son aquellos que utilizan estrategias para generar rendimientos que tengan una baja correlación con los activos tradicionales. Se pueden diferenciar ciertas estrategias de fondos de inversión libre o de activos reales (estas incluyen, activos de infraestructura, inmobiliarios y de transporte). El hecho de que los inversores decidan optar por estas estrategias en sus carteras, podría aumentar considerablemente su rendimiento y amortiguar el valor de una cartera en momentos de recesión.

## **4.2 Tipos de activos alternativos**

Este tipo de activos ofrecen exposición a oportunidades de inversión en nichos que no están disponibles en los mercados públicos. Los gestores de inversión privada, despliegan el capital en nichos con menor transparencia y eficiencia y participan activamente en la gestión de las empresas en las que invierten para aumentar y desbloquear valor. Dado que estos activos no están regulados por el mercado de valores, los gestores de inversión pueden diseñar sus propias estrategias, consiguiendo alinearse de manera eficaz con los intereses de los inversores. Sin embargo, la inversión en esta clase de activos puede presentar una serie de riesgos que el inversor tiene que tener en cuenta a la hora de realizar su inversión. Entre ellos se encuentra que hay una menor liquidez, ya que estos activos se

negocian en mercados no organizados, mediante transacciones privadas. También, los activos están poco analizados, con poca experiencia y un menor conocimiento de estos. La siguiente tabla presenta de una manera más clara atributos de las diferentes clases de activos privados y tradicionales. Los activos tradicionales se componen por activos de mercados monetarios, activos de renta fija, acciones y mercancías o *commodities*, mientras que los activos alternativos o activos privados comprenden las clases de activos desde mercancías, fondos de cobertura, deuda privada, real estate, infraestructuras o capital privado.

**Figura 2: Atributos de las diferentes clases de activos**

	Mercados Monetarios	Renta Fija	Renta Variable	Commodities	Fondos de Cobertura	Deuda Privada	Real Estate	Infraestructuras	Capital Privado
Tradicionales	✓	✓	✓	✓					
Alternativos				✓	✓	✓	✓	✓	✓
Estrategias				✓	✓				
Activos no cotizados						✓	✓	✓	✓
Cotizado en los mercados	✓	✓	✓	✓	✓				
Compromiso del Inversor	✓	✓	✓				✓	✓	✓
Liquidez			Diario			Mensual		5-10 años	

*Fuente: Elaboración propia*

Cada uno de los activos privados realzan la rentabilidad de las carteras de manera diferente, por ello es necesario referirnos a ellos, no como un grupo, sino de manera individual. Los inversores que deciden invertir en este tipo de activos, lo hacen a través de vehículos gestionados activamente que suelen invertir a lo largo de varios años y que requieren bloqueos de capital de hasta diez o más años, ya que los gestores de los fondos necesitan más tiempo para obtener valor intrínseco o potencial de los activos subyacentes. Este tipo de inversiones suelen estar asociadas a estrategias de capital privado pero el “mundo ilíquido” de los alternativos ha logrado expandirse hacia otros activos privados, cuyas características se detallan más adelante.

Dentro de los activos privados se pueden diferenciar los siguientes:

Los fondos de cobertura o *hedge funds* se definen como fondos de alto riesgo o vehículos de inversión alternativa en el que los gestores toman decisiones de inversión con menos limitaciones legales, por lo que tienen más flexibilidad, pero más riesgo (Economipedia,

2019). Proporcionan una exposición gestionada a varias clases de activos, con un enfoque en la protección contra tendencias descendentes.

La inversión en fondos de cobertura puede dar acceso a una serie de beneficios. Entre ellos se encuentran la posibilidad de invertir en un mayor rango de estrategias de inversión, permitiéndoles también invertir en diferentes clases de activos tradicionales favoreciéndose de las ineficiencias del mercado. Asimismo, los fondos de cobertura pueden utilizar de manera masiva instrumentos financieros como los derivados y tomar posiciones cortas en bolsa. Con esta estrategia, el inversor puede protegerse de pérdidas significativas de capital, recibiendo mayores beneficios en el caso de que el precio del activo caiga. Sin embargo, no todos los activos cotizados tienen futuros u otro tipo de activo financiero con el que tomar posiciones en corto, por tanto, muchas veces lo hacen a través de un mecanismo de préstamo de acciones. No obstante, estos activos tienen muy poca liquidez y suelen ser muy opacos. Además de la ambigüedad jurídica en la que se mueven estos fondos, también dificulta su supervisión.

La Deuda Privada o *Private Debt* se considera aquella deuda emitida por compañías no financieras de diferentes tamaños y calidad crediticia cuyo objetivo es financiar su gasto en capital, circulante, adquisiciones, refinanciaciones, reestructuraciones o el pago de dividendos. La deuda privada suele tener mayor o menor liquidez en función del volumen de la emisión y el tamaño de la empresa a la que se le concede el préstamo. La deuda privada se puede dividir en tres bloques según el riesgo y la protección que ofrecen:

- La deuda senior o préstamos sindicados, se refiere a la deuda que presenta menor riesgo y mayor protección. Es un tipo de deuda emitida por un agente económico con la mayor calidad crediticia posible y paga un tipo de interés menor frente al resto.
- Los bonos, son los valores de deuda que emiten las empresas para financiarse, a través de emisiones de títulos en los mercados de capitales, es la deuda clasificada con riesgo medio y protección media.
- Deuda Subordinada, aquella que presenta el riesgo más alto y el nivel de protección más bajo. Presenta una peor calidad crediticia y “subordina” a su titular detrás de todos los acreedores en preferencia de cobro.

Los “bienes raíces” o más conocido como *Real Estate* cuyo término se refiere al mercado inmobiliario. Es un activo tangible y un tipo de bien inmueble. Dentro de esta clase de activos se incluyen tierras o edificios, además de su derecho de uso y mejora. La exposición a este activo privado se ha obtenido tradicionalmente a través de inversiones directas en ubicaciones privilegiadas o también, mediante la compra de acciones en REITS (Real Estate Investment Trusts)<sup>2</sup>.

Dentro del sector del Real Estate se incluyen las SOCIMIS (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria) cuya actividad principal se centra en la adquisición, promoción y rehabilitación de activos de naturaleza inmobiliaria para su arrendamiento (Economipedia, 2019).

La Infraestructura se refiere al activo físico y material con el que cuenta un país para el desarrollo de sus actividades. Por tanto, se incluirían dentro de este grupo elementos como: carreteras, ferrocarriles, viviendas, escuelas, redes de distribución eléctrica, etc. Como clase de activos, los fondos de infraestructura ofrecen una combinación única de inversiones de capital privado y de renta fija. Por un lado, hay una participación activa por parte de los inversores en proyectos que buscan añadir valor a través de mejoras operativas, la reducción de riesgos y la creación de oportunidades. Por otro lado, los inversores pueden esperar recibir rendimientos anuales de los flujos de efectivo predecibles de los activos subyacentes.

Por último, el capital privado o *private equity* consiste fundamentalmente en la toma de participaciones mayoritarias o minoritarias en empresas no cotizadas durante un plazo de tiempo que permita la ejecución del plan de negocio establecido en el momento de la adquisición, con el objetivo de realizar una plusvalía al vender la empresa una vez transcurrido dicho plazo. Dentro del activo del capital privado existen varias estrategias según el perfil de las empresas participadas, la estructura de financiación (uso de deuda

---

<sup>2</sup> Un REIT es una compañía que invierte habitualmente en la compra, aunque a veces también en la financiación a través de hipotecas, de activos inmobiliarios (edificios de oficinas, locales comerciales, centros sanitarios, hoteles, centros comerciales, etc.) con el objetivo de obtener un rendimiento predecible a través de unas rentas periódicas con los alquileres o los intereses de los créditos. (<https://www.rankia.com/blog/invertir-en-dividendos/2872919introduccion-mundo-reits>).

en la adquisición de las participaciones), la participación en el capital de los equipos gestores de las empresas, etcétera. Las inversiones en capital privado ofrecen un reconocimiento de capital a largo plazo, pero no hay ingresos actuales hasta que el fondo madura y las desinversiones superan a las inversiones.

Dentro del capital privado podemos encontrar otra variante, el capital riesgo o *venture capital*. La asociación de ASCRI define el *venture capital* como “la aportación de capital en una empresa que se encuentra en fase inicial o de desarrollo muy temprana”. Normalmente este tipo de inversiones se dirige a empresas tecnológicas que tienen un fuerte componente innovador y/o disruptivo. La inversión en *venture capital* se puede dividir en 3 fases: Capital semilla (inversión muy temprana en ideas de negocio), Capital de Startups (inversión para el arranque de la compañía y establecimiento de esta) y “Early stage” (inversión cuando la compañía se encuentra en una fase avanzada).

#### **4.2.1 Perfil de Volatilidad**

Además de los beneficios de volatilidad de los retornos y de diversificación, los activos alternativos presentan perfiles únicos que reflejan una exposición diferenciada a factores como la inflación y el crecimiento económico. Los inversores utilizan la volatilidad para medir el grado de incertidumbre relacionado con la obtención de un rendimiento de la inversión, que pueda ser igual al rendimiento esperado.

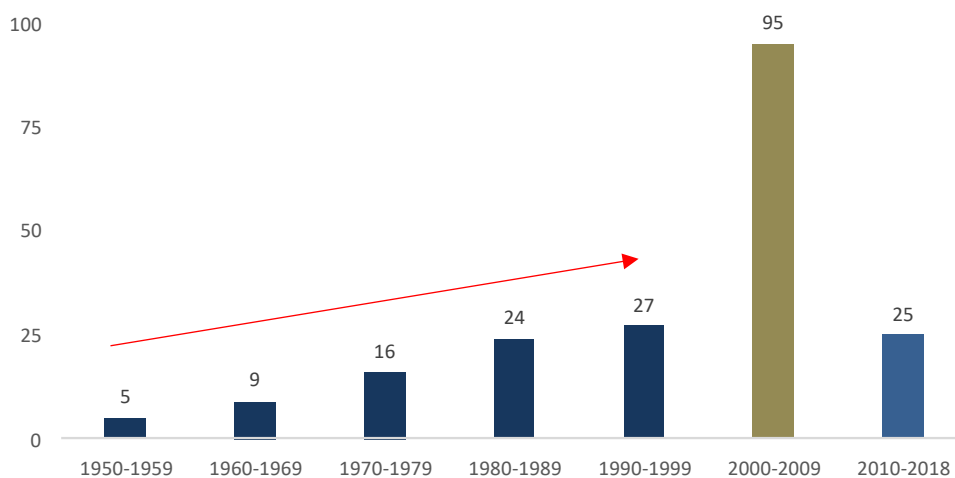
La volatilidad de los rendimientos se capta utilizando la desviación estándar, que determina cuanto se dispersan los valores en cuanto a su valor promedio, por lo que refleja una distribución de los rendimientos, que se ajusta a la realidad en épocas de normalidad económica, pero que tiende a subestimar el riesgo de cola<sup>3</sup> en tiempos de tensión del mercado. Técnicamente, existe una baja probabilidad de que se produzca este evento de riesgo de cola, pero en realidad, en la última década ha ocurrido más veces de las se pensaba, como ocurrió durante la crisis del 2008.

---

<sup>3</sup> El riesgo de cola es una forma de riesgo de cartera que surge cuando la posibilidad de que una inversión se mueva más de tres desviaciones estándar de la media es mayor de lo que muestra una distribución normal (Inversiopeedia, 2020)

Por ello, es interesante observar el siguiente gráfico (Figura 3) que muestra que para las acciones de S&P 500, el número de días en que los mercados se movieron un 3% o más, llegó a un máximo de 95 en la década de 2000-2009 (barra marrón), frente a un total de 81 episodios de los últimos 50 años. Esto explica la frecuencia de movimientos extremos o eventos donde se aprecia un riesgo de cola importante en el mercado de capitales, lo que despertó un miedo entre los inversores.

**Figura 3: Número de movimientos del 3% diarios del S&P 500 por década**



*Fuente: Standard and Poor's, BlackStone, 2018*

En términos del perfil de volatilidad, los bonos ofrecen una menor complejidad e incertidumbre con respecto a las otras clases de activos, ya que tienden a comportarse dentro de los intervalos estadísticos normales.

Los activos privados también están sujetos a detracciones significativas. Por ejemplo, inversores de capital privado o real estate, pueden esperar detracciones tres veces la volatilidad anual de los rendimientos. Sin embargo, como grupo, las inversiones alternativas son menos volátiles que cualquier otra inversión, dado que pueden utilizar diferentes estrategias y clases de activos. Los alternativos pueden producir retornos con una baja correlación con respecto a cartera tradicional 60/40, cuyo objetivo se basa en invertir 60% renta variable, 40% renta fija. Además de ofrecer una diversificación a la cartera tradicional.



## **5. Atractivo de los activos alternativos frente a los activos tradicionales**

Los activos privados o activos alternativos, han logrado tener una importancia significativa pasando a ser un activo crucial para cualquier tipo de cartera, de manera que ya no pueden ser considerados como una “alternativa” de inversión. A partir de un análisis de Morningstar, Afi ha creado un índice a partir de muestras que explican el comportamiento de los activos alternativos en distintos perfiles de cartera. Por ejemplo, para un perfil moderado, la inclusión de alternativos en sustitución a la renta fija, puede favorecer a la cartera en términos de rentabilidad en todos los periodos que se han analizado, superiores a un año. Para una cartera con un horizonte temporal superior a tres años, el mayor riesgo se compensa con un rendimiento superior de la cartera, que tiene como resultado, un perfil rentabilidad-riesgo más positivo que la cartera inicial del perfil conservador sin este tipo de activos. Por otro lado, en el caso de que el inversor opte por un perfil más arriesgado, la inclusión de activos alternativos por encima de la renta variable, tiene como resultado una cartera más favorecida en términos de rentabilidad en todas las ocasiones que el nivel de volatilidad es menor.

En la situación actual del mercado, donde el binomio de rentabilidad-riesgo de los activos tradicionales se está viendo afectado, los activos privados han logrado obtener un mayor atractivo entre los inversores. No obstante, es recomendable tener una exposición moderada a este tipo de activos y contar con unos recursos especializados que permitan establecer un programa de inversión que se ajuste a las necesidades y objetivos de los inversores, pero que también sea adecuado en términos de rentabilidad-riesgo. Por ello, la clave para conseguir una diversificación de la cartera, está en la selección del tipo de activo alternativo que el inversor quiera incluir en su cartera. Cada estrategia de inversión ofrece una correlación diferente con respecto a los activos tradicionales. Un informe realizado por Afi (Analistas Financieros Internacionales) y Aberdeen Standard Investment, ha recopilado distintos comportamientos que pueden tener la combinación de estas dos estrategias.

La siguiente tabla (Figura 4) representa con los símbolos el grado de correlación entre los diferentes activos, siendo el símbolo “+” una mayor correlación, el signo “=” una

correlación neutra y con el signo “X” una mayor descorrelación entre las dos categorías de activos.

**Figura 4: Correlación de los diferentes activos alternativos con respecto a los distintos activos tradicionales**

	Riesgo de Crédito	Riesgo Mercado	Correlación Renta Variable	Correlación Renta Fija	Estabilidad de Flujos	Potencial de Revalorización	Correlación ciclo económico	Plazo de Inversión	Liquidez
<b>Deuda</b>									
Préstamos cotizados	X	=	=	X	+	X	X	+	=
Direct Lending	X	=	=	X	+	X	X	=	X
<b>Equity</b>									
Private Equity	+	X	=	+	X	+	X	X	X
<b>Real Estate</b>									
<i>Real Estate</i>									
Premium	+	=	=	=	+	=	=	=	=
Value Add	+	X	=	=	=	+	X	=	X
Oportunístico	+	X	+	+	X	+	=	=	X
<i>Infraestructuras</i>									
Reguladas	+	=	+	+	+	=	+	X	X
Disponibilidad	+	=	+	+	+	=	+	X	X
Demanda	+	X	=	=	=	=	=	X	X

*Fuente: Datos recopilados por AFI (Analistas Financieros Internacionales)*

A partir de esta tabla, se observa que no todas las estrategias de inversión tienen la misma correlación con respecto a los diferentes activos tradicionales. Por tanto, es preciso recalcar, que realmente no existe una definición consensuada para esta clase de activos ya que cada uno tiene un comportamiento propio. Por eso se hace cada vez más importante comprender en qué consisten este tipo de inversiones, y realizar una correcta selección de las carteras.

## 5.1 Perspectivas del Mercado

### 5.1.1 Análisis Macroeconómico (EE. UU, Europa y España)

En los últimos dos años, la economía mundial se ha visto afectada por una serie de episodios de tensiones financieras y comerciales que han acabado por afectar a los mercados financieros. La economía sufrió un periodo de desaceleración a lo largo del 2018, en un contexto de elevada incertidumbre, tensiones comerciales crecientes entre países, y de una situación de desconfianza. El PIB mundial creció un 3,6%, dos décimas

menos que el año anterior, lo que confirma un perfil de desaceleración continuado hasta el año 2019, donde la situación siguió su curso de manera similar.

El conflicto comercial entre China y Estados Unidos es una de las causas que han propiciado una creciente desconfianza y tensiones financieras, que afectaron tanto a los mercados desarrollados, como a las economías emergentes. Mostró un perfil de desaceleración más marcado a finales del año 2018, y que continuó hasta principios del año 2019. Se produjo, además, un estancamiento de las “conversaciones” entre ambos países causando acentuadas caídas de las acciones en Asia, Europa y EE.UU. “China rompió el acuerdo” dijo el Presidente Donald Trump, reiterando que los funcionarios chinos habían roto un inicio de acuerdo comercial. En agosto del año 2019, las acciones de Wall Street cayeron un 3% debido a la devaluación de la moneda China. Las bolsas europeas reaccionaron con caídas: el Ibex 35 perdió un 1,56%, el FTSE 100 de Londres, perdió un 2,34%, y el CAC 40 de París caía hasta un 3,57%<sup>4</sup>.

La disminución de la actividad manufacturera en todo el mundo asustó a los inversores a principios de el año 2018, y los temores de una recesión eran cada vez mayores. Sin embargo, la guerra comercial entre ambos países tuvo mayor repercusión en unos países, que en otros. La mayor parte de las exportaciones de China se dirigen a países distintos de Estados Unidos, lo que la hace un país más resistente, de lo que algunos pensaban hace un año. Su economía se presenta como independiente o “*self-contained*” por lo que está mucho mejor situada que otras. En este caso, las naciones de comercio abierto son las más afectadas, ya que las exportaciones son una contribución clave al PIB. Alemania es el ejemplo más obvio, con un 1,2% en el impacto del PIB por una caída de un punto porcentual en el comercio mundial. Le siguen Italia, Francia y Japón también significativamente expuestos (Fidelity, 2019).

No obstante, esta guerra de comercio no está teniendo gran impacto en las inversiones en China. Cifras recientes de un estudio realizado por el Ministerio de Comercio revelaron que la inversión extranjera directa llegó a incrementar un 7,3% hasta los 75.600 millones de dólares, durante los primeros seis meses de 2019. Un estudio posterior, registró en julio

---

<sup>4</sup> <https://www.lavanguardia.com/economia/20190802/463814840701/bolsas-europeas-desplome-guerra-comercialchina-eeuu.html>

un aumento interanual del 8,7% (Refinitiv, 2019). Se comprobó que la volatilidad en el marco de la política tiene pocas repercusiones en la inversión en China. Además, otra de las razones es que la creciente economía de China crea una enorme demanda de todo tipo de productos, desde bienes de consumo acabados para los consumidores hasta las materias primas para proyectos de infraestructura. Las empresas en Occidente, buscan mano de obra más barata y de fácil acceso (Refinitiv, 2019).

A esto se le sumaba la incertidumbre generada en Europa por la posible salida del Reino Unido de la Unión Europea, que incrementaba los riesgos para el PIB británico, con un endurecimiento de las condiciones financieras y una caída del comercio internacional. En el marco de las inversiones alternativas, esta incertidumbre causó que se produjera una caída en las inversiones de capital privado en empresas del Reino Unido el año pasado. Gran Bretaña, considerada uno de los mayores mercados de compra de Europa, se vio afectada por la inseguridad de los inversores, que no sabían si tomar el riesgo debido a como iba a resultar el Brexit. Como consecuencia, se produjo un descenso en el valor de la libra esterlina, que dio lugar a una caída del 12% en las inversiones en empresas con sede en el Reino Unido. Al contrario, se produjo un aumento del 13% en inversiones en empresas del resto de Europa, puesto que los inversores más cautelosos preferían evitar el riesgo asociado a Reino Unido y buscaban destinos alternativos para su dinero (Morgan Stanley, 2019).

A día de hoy, tras numerosas negociaciones y dos prórrogas, se ha llegado a un acuerdo de ruptura que satisface a ambas partes. Las consecuencias del Brexit, tendrá un efecto para ambas partes. Según datos del Eurostat, el 53% de las importaciones británicas provienen de la Unión Europea, con Alemania, Países Bajos y Francia a la cabeza. En cuanto a las exportaciones, un 47% de bienes que vende el Reino Unido está destinado a países europeos, casi 200.000 millones de euros anuales.

Estas tensiones junto con las señales de desaceleración económica, llevó a los principales bancos centrales llevar a cabo nuevas políticas monetarias para comenzar el nuevo año 2019. Además, al mismo tiempo, las principales instituciones internacionales como la OCDE, FMI o el Banco Mundial han reducido sus pronósticos de crecimiento de cara a los tres próximos años.

Durante el año 2019, los mercados financieros nacionales e internacionales presentaron resultados positivos con respecto al año anterior, con rentabilidades generalizadas en los mercados de renta fija y renta variable. Sin embargo, no se han cumplido las expectativas que se tenían de un crecimiento económico mundial, donde también los tipos de interés se han reducido llegando a cifras negativas en muchos casos. Por otro lado, los índices bursátiles mundiales cerraron el año 2019 con cifras tres veces superiores a las del año 2018, rentabilidad de un 25% con respecto a las pérdidas del 10% del año anterior <sup>5</sup>. Es considerable enfatizar, que este fuerte crecimiento de las bolsas es gracias a que a finales del año 2018 las bolsas habían descontado una recesión moderada con unas valoraciones bajas.

A pesar de esto, los inversores siguen mostrando entusiasmo por los alternativos. Son conscientes de que, por otro lado, se encuentran presentes ante un entorno donde las tasas internas de rentabilidad (TIR) de la deuda pública de los principales países europeos son bajas. Por tanto, si buscan cubrirse y compensar cualquier subida o bajada de los precios de las acciones, el margen con el que cuentan los precios de los bonos gubernamentales es mucho más limitado. En la misma línea, las inversiones en liquidez en Europa – con una rentabilidad real negativa – es así misma, una propuesta con un nivel de atracción escaso (J.P. Morgan Asset Management, 2019).

Los activos bajo gestión de la industria de los alternativos llegaron a la cifra de 9,5 billones de dólares a finales del año 2018 según datos de Preqin, por lo que pasados unos años ha habido un aumento considerable en la inversión de estos activos a nivel global. La industria de los alternativos revela un rápido desarrollo en cuanto a sus estructuras y comportamientos donde ofrece diversas formas para que los inversores puedan personalizar su exposición. Esto hace que la industria sea más flexible y se adapte a los diferentes inversores.

Por ejemplo, el valor neto de los activos de capital privado ha crecido más de siete veces desde 2002 y el doble de rápido que la renta variable global. El número de compañías respaldadas por el capital privado creció de 4.000 que sumaban en 2006 a alrededor de

---

<sup>5</sup> <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resume2019>

8.000 en 2017 produciéndose un incremento del 106%. Por otro lado, el número de empresas que cotizaban en bolsa en Estados Unidos cayeron un 16 por ciento, pasando de 5.100 a 4.300 (Mckinsey Global Private Markets Review, 2019).

Muchos grandes inversores que antes se mantenían al margen, ahora están considerando la inversión en los activos alternativos, viendo esta acción necesaria para conseguir una exposición diversificada al crecimiento global. Sin embargo, la situación macroeconómica del mercado hoy por hoy, hace que algunos inversores duden de la rentabilidad de estos activos. A mitad del año 2019, las valoraciones de los activos se encontraban en una tendencia creciente, al mismo tiempo que la cantidad de liquidez (o mayormente conocido como *dry powder*) estaba llegando a unos niveles récord, por lo que una gran proporción de inversores consideraba encontrarse en el punto culminante del mercado de valores.

## **5.2 La crisis del 2008 como punto de inflexión**

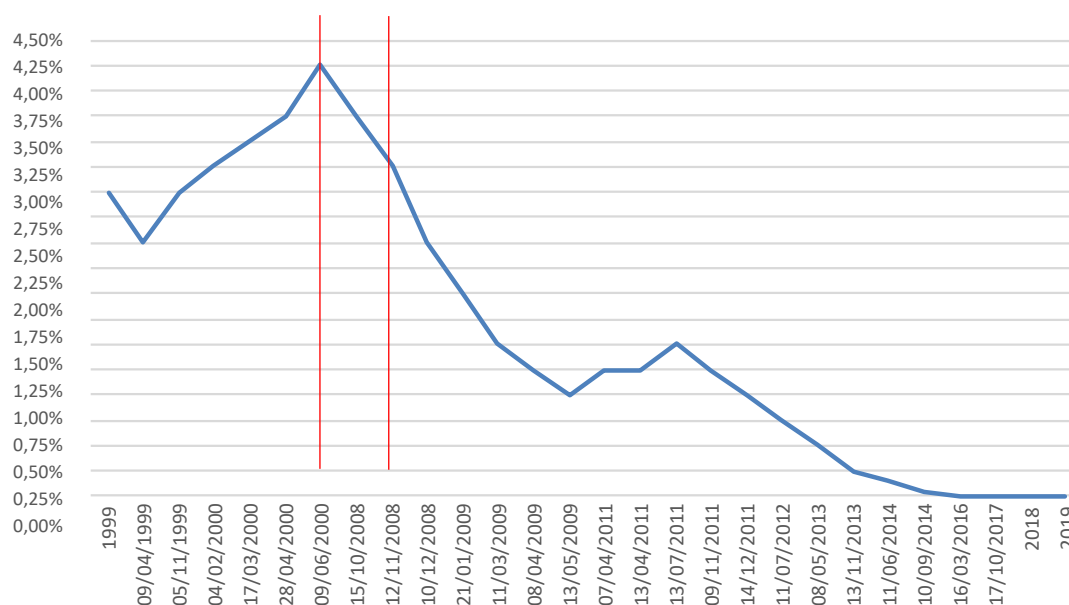
La crisis financiera de 2008 fue sin duda la recesión económica más grave desde el crack de 1929. Sus consecuencias fueron extremadamente devastadoras y afectaron a la economía de manera global. “Para las entidades financieras fue una crisis de liquidez, de crédito y, sobre todo, de confianza, que es lo más importante” (María Fernández, Directora de Andbank). La crisis se originó como consecuencia de las hipotecas “*subprime*” (activos financieros de alto riesgo) en EE. UU, siendo este país uno de los motores económicos mundiales ocasionó que los demás países se “contagiaran” de una crisis imparable. No obstante, aunque tuvo origen en Estados Unidos, la crisis fue también resultado de un conjunto de malas gestiones, no solo a nivel económico, sino también a nivel político y social.

Los años anteriores al estallido de la crisis financiera, desde el año 2004 al 2007, los bancos centrales, la Fed (Reserva Federal de EE. UU) y el BCE (Banco Central Europeo) comenzaron a subir los tipos de interés, y las entidades bancarias a conceder hipotecas.

Después de la crisis económica del año 2008, los bancos intentaron normalizar los tipos de interés llevando una política económica ultra expansiva, lo que provocó una importante

caída de los tipos de interés, con especial consideración en la zona euro. A pesar de su gran implicación por mantener la economía en su curso, no consiguieron normalizar los tipos de interés ni sus balances, y en consecuencia los inversores tuvieron dificultades para conseguir los retornos esperados. Como resultado, a finales del año 2019, el presidente del BCE Christine Lagarde, lanzó un comunicado en el que se mantenían sin cambios los tipos de interés (Europapress, 2019).

**Figura 5: Evolución de los tipos de interés del BCE, %**



*Fuente: Datos Macro, Expansión*

A continuación, la Figura 6 muestra la evolución del Producto Interior Bruto (PIB) en la zona euro, desde el año 1995 hasta la fecha actual. Los países europeos sufrieron un crecimiento negativo del PIB durante los años de crisis (-4,4 % en 2009), pero a partir del año 2010 se muestran unas cifras similares a las de los años previos a la crisis. No obstante, cabe destacar que en la actualidad se ha frenado su ritmo de crecimiento. El PIB de la zona euro registró una expansión anual del 1,2% en el tercer trimestre de 2019, aunque implica una desaceleración respecto de la expansión del 1,9% del año 2018, de acuerdo a los últimos datos del Eurostat.

**Figura 6: PIB Anual Zona Euro, %**



*Fuente: Datos obtenidos de BCE Statistical Warehouse*

La crisis económica del año 2008, vino de la mano de escándalos de mercado, falta de liquidez y rendimiento negativo de las empresas, que ocasionó que la industria de los alternativos perdiera mucho potencial. Sin embargo, experimentaron un giro inesperado. Las inversiones en alternativos crecieron el doble desde el año 2005, al 2011 pasando de 3,2 billones a 6,5 billones de dólares en activos bajo gestión (Mckinsey, 2012). Esto representó una tasa anual compuesta de crecimiento (CAGR) del 14% durante el periodo. El crecimiento ocasionado fue en gran parte, gracias a la confianza depositada sobre todo por inversores institucionales, que se encontraban enfrentados a una gran volatilidad de los mercados financieros. Las gestoras facilitaron esta tendencia haciendo más accesibles los activos, construyendo estrategias de inversión alternativas en fondos mutuos regulados y ETFs (Exchange Traded Funds)<sup>6</sup> y UCITs (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Los ETFs o fondos cotizados son instrumentos de inversión híbridos entre los fondos y las acciones, de tal manera que reúnen la diversificación que ofrece la cartera de un fondo con la flexibilidad que supone poder entrar y salir de ese fondo con una simple operación en Bolsa (<http://www.bolsamadrid.es/esp/ETFs/InformacionGeneral/IntroduccionalosETFs.aspx>)

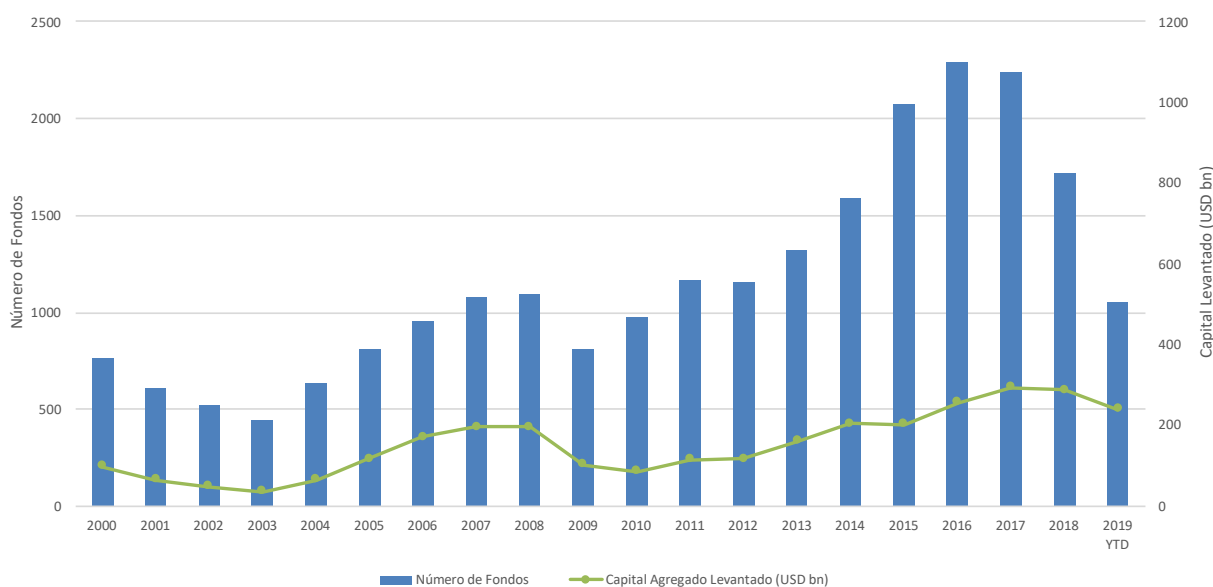
<sup>7</sup> UCITS. Se refiere a la directiva de la Unión Europea que establece las condiciones bajo las cuales un fondo domiciliado en un estado miembro puede ser distribuido en todos los otros países miembros. El objetivo es simplificar las reglamentaciones en materia de inversiones y aumentar la protección del inversor. (<https://www.morningstar.es/es/glossary/100883/ucits.aspx>).



Un estudio realizado por McKinsey en 2012 determinó que los inversores institucionales pensaban incrementar su asignación a alternativos para finales del año 2013, al menos un 23% más que en el año 2011. Este crecimiento se expandió por todas las clases de activos alternativos. Por un lado, los fondos de cobertura tuvieron un mayor crecimiento en Estados Unidos, mientras que el sector del capital privado y el sector inmobiliario fueron mayores en Europa. El único que no tuvo tanta representación en Europa fueron los fondos de cobertura, ya que muchos inversores seguían siendo escépticos tras la crisis financiera, y además, el sector de las aseguradoras se enfrentaba a requisitos de capital cada vez mayores.

El siguiente gráfico (Figura 7) recoge información desde el año 2000 al 2019 y muestra una evolución del capital levantado<sup>8</sup> en activos alternativos a nivel global, y el correspondiente número de fondos que se lanzaron por año. Se puede observar como se mencionaba anteriormente, que la asignación a activos alternativos a nivel global empezó a crecer de manera continuada a partir del año 2013, donde el capital total levantado sobrepasó en 2015 los 1.000 millones de dólares.

**Figura 7: Evolución de la inversión en Activos Alternativos**



Fuente: Altamar Capital Partners, Preqin

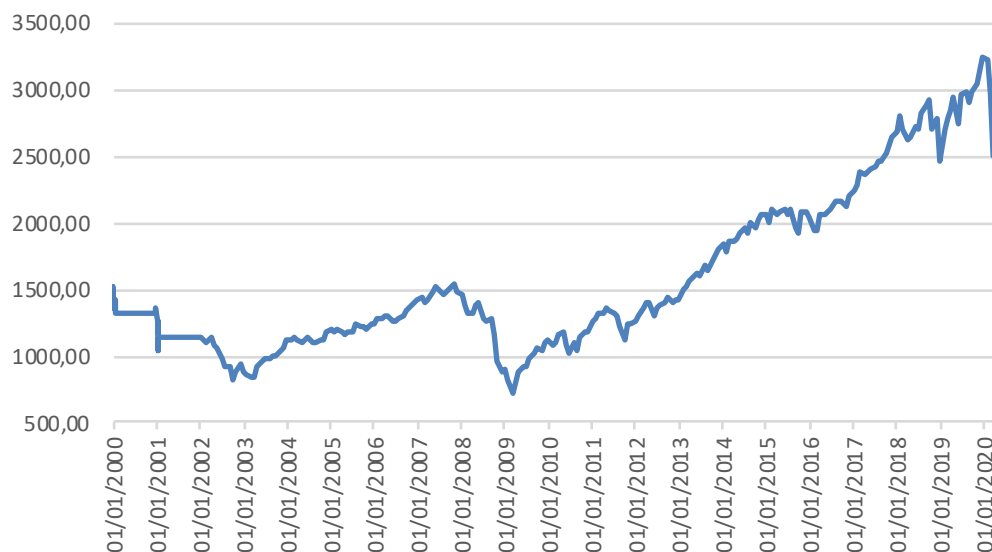
<sup>8</sup> En lo que se denomina *fundraising*, cantidad que se invierte en los siguientes tres a cinco años.

### 5.3 Una visión a largo plazo

Las carteras tradicionales se encuentran estancadas entre una alta volatilidad, unas altas valoraciones de las acciones y bajos rendimientos esperados de los bonos. Además, la frontera eficiente<sup>9</sup> de las carteras compuestas solo por activos tradicionales se ha derrumbado.

El siguiente gráfico nos muestra el índice americano S&P 500 con datos de los últimos veinte años:

**Figura 8: S&P 500**



*Fuente: Yahoo finance, S&P 500 Historical Data*

Se puede observar que las acciones estadounidenses tuvieron su momento de auge sobre todo en el año 2000, debido a la *Burbuja de las punto-com* (periodo en el que se produjo un fuerte crecimiento en la valoración de empresas relacionadas con internet) y sus nuevos modelos de inversión que atrajeron la atención de muchos inversores. Pero las acciones tocaron fondo en el año 2002. Esto produjo una gran recesión a nivel global, que se fue abriendo camino debido a los bajos tipos de interés que produjeron una burbuja inmobiliaria y crediticia, y que finalmente se abrió de par en par con la caída de Lehman Brothers en el año 2008. Como se ha comentado anteriormente, este suceso provocó una

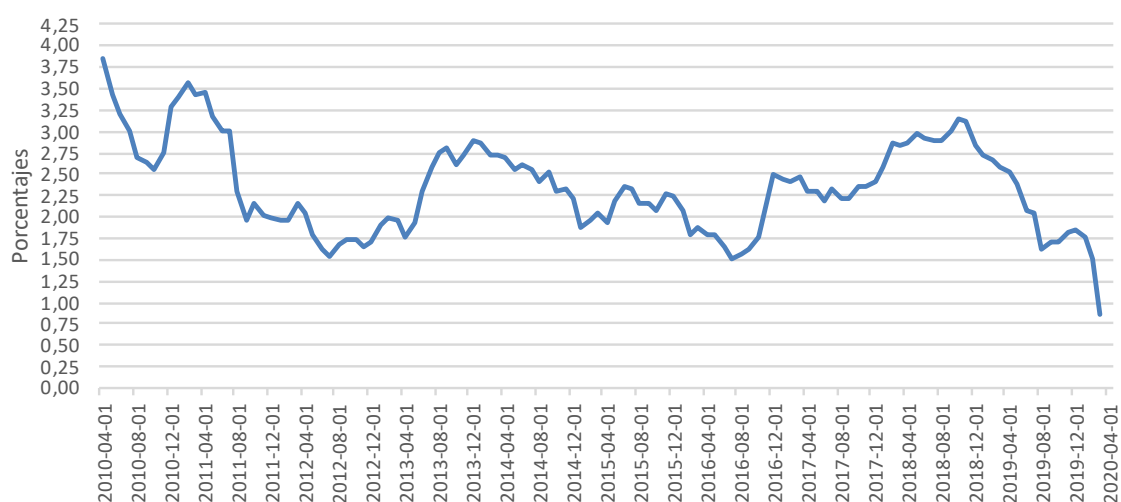
<sup>9</sup> Frontera eficiente, es el conjunto de carteras más eficientes de un mercado, es decir, las que ofrecen una mayor rentabilidad esperada según los diferentes niveles de riesgo que se pueden asumir (o el menor riesgo para una rentabilidad esperada) (<https://economipedia.com/definiciones/frontera-carteras-eficiente.html>)

crisis financiera mundial que obligó de manera agresiva a los Bancos Centrales a llevar una política monetaria flexible. Los tipos de interés cero se redujeron y los bancos centrales empezaron a optar por medidas de expansión cuantitativa.

Los tipos de interés y las tasas de inflación han estado en declive secular desde los años ochenta. Los intereses nominales y reales han impulsado a una reevaluación de las acciones desde la crisis financiera global.

Los inversores han interpretado desde hace mucho tiempo el papel primordial de la renta fija como diversificador de la renta variable, pero también han llegado a esperar que su asignación a bonos iba a ser como resultado, una sólida fuente de rentabilidad para la cartera. Sin embargo, con las tasas próximas a cero, los inversores se encontraban ansiosos por encontrar otras maneras que les ofrecieran las rentabilidades esperadas. Las tasas a largo plazo en Estados Unidos tuvieron su momento de auge en el año 1982 como resultado de la gran crisis de inflación impulsada por el petróleo en la década de los 70. Los tipos de interés y las tasas de inflación han estado en una tendencia descendente desde entonces (Figura 9). Por tanto, los bonos no pueden ser siempre el mejor apoyo para obtener el retorno total. Y basándonos en las previsiones, está más claro que los inversores necesitarán un impulso en los rendimientos de su cartera.

**Figura 9: Ratio de Tesorería a diez años**



*Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED)*

Claramente, los rendimientos estables provienen de los mercados de bonos, y la volatilidad de los mercados de valores. Considerando los factores desfavorables con los que los inversores se pueden enfrentar: inestabilidad política, altas valoraciones de las acciones o la incertidumbre generalizada de los mercados, parece poco probable que la volatilidad de las acciones disminuya.

Los rendimientos de los bonos están impulsados por el rendimiento inicial de los cupones y la variación del precio de los bonos hasta su vencimiento. Si los retornos iniciales son muy bajos, entonces los retornos que se obtendrían en un periodo de tiempo determinado serían, así mismo, bajos. Por ejemplo, si un inversor obtiene una cartera de bonos con un rendimiento a vencimiento del 2,3%, y los rendimientos no cambian a lo largo del tiempo, entonces ganará alrededor de un 2,3% anual. No existe ninguna posibilidad de que tal bono ofrezca un rendimiento en los próximos diez años próximo a la media histórica del 4,2%.

### **5.3.1 Perspectivas de crecimiento**

Una de las maneras más comunes para generar un pronóstico general del mercado es fijándose en la prima de riesgo de las acciones o “*equity risk premium*”<sup>10</sup> que se basa en tres elementos principales. Entre ellos se encuentran la tasa de descuento razonable (tesorería), el crecimiento económico general (mediante un análisis del PIB), y una valoración de las acciones.

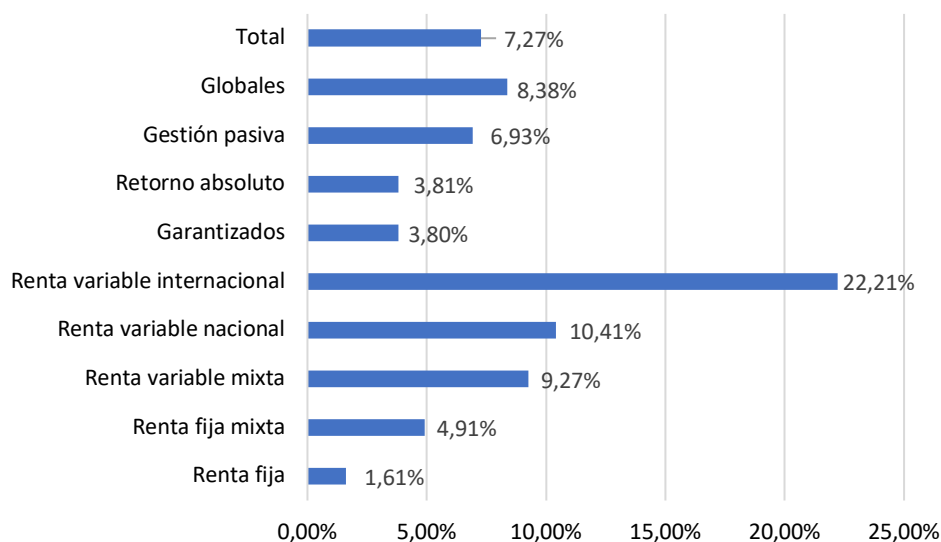
A pesar de que el año 2018 dejó unas perspectivas de crecimiento pesimistas entre los inversores, al año siguiente los fondos de inversión españoles lograron ofrecer una rentabilidad acumulada del 7,27%, gracias también a un rendimiento muy favorable de las bolsas mundiales. A finales del año 2019, se obtuvieron resultados positivos para todas las categorías de fondos. El que salió victorioso fue la renta variable internacional con 22,2%.

---

<sup>10</sup> *Equity Risk Premium*: Se refiere al exceso de rendimiento que la inversión en el mercado de valores proporciona sobre una tasa libre de riesgo. Este exceso de rendimiento compensa a los inversores por asumir el riesgo relativamente más alto de la inversión en acciones.

Este resultado se debe también a los resultados tan positivos que ofrecía Wall Street y a índices como el Eurostoxx que cerró el año 2019 con un ascenso de casi un 25%. La renta variable nacional es el segundo tipo que mejores resultados a obtenido con un acumulado del 10,4%.

**Figura 10: Rentabilidades de los fondos de inversión, por tipo de cartera**

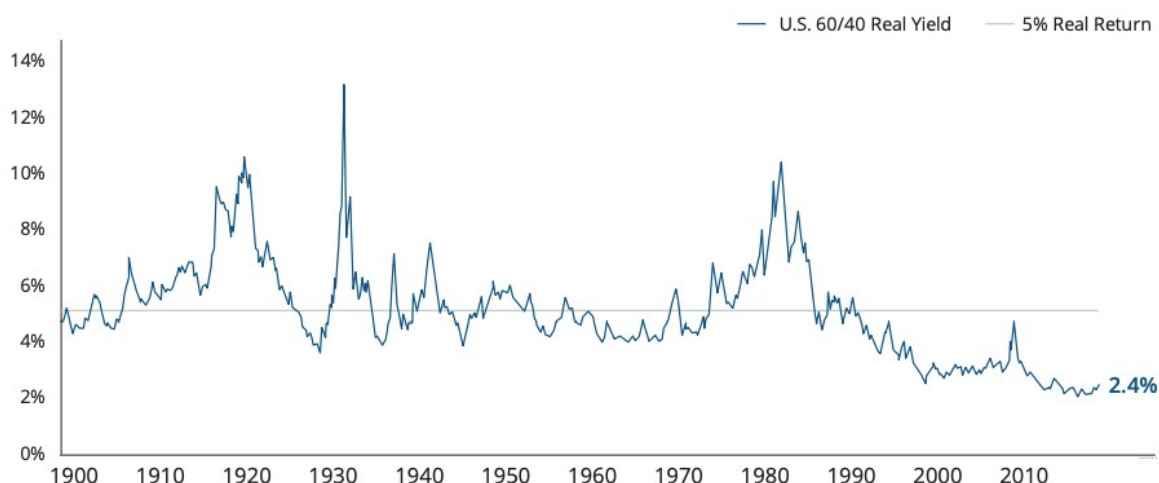


*Fuente: El Confidencial con datos de Invesco, 2019*

En consecuencia, el año 2019 aportó rentabilidades atractivas para cualquier tipo de inversor, donde el perfil conservador pudo obtener unas rentabilidades de más del 5%, mientras que el perfil moderado pudo obtener entre un 10 y un 15 por ciento y el tolerante por encima del 20%.

Por otro lado, el siguiente gráfico (Figura 11) realizado con datos de AQR Capital Management muestra una evolución de los retornos reales de una cartera tradicional 60/40, desde el año 1900. La media de los retornos reales es de un 5%, con un pico del 10% en 1982. Sin embargo, a finales de 2019 la cifra se presenta en torno al 2,4%, siendo los más bajos de los últimos 30 años.

**Figura 11: Retornos reales de una cartera de inversión 60/40**



*Fuente: AQR Capital Management, 2019*

A principios de año, las perspectivas de crecimiento de la economía para el año 2020 eran muy positivas. Se esperaba un ligero repunte en el crecimiento mundial que aumentaría un 2,5% con respecto al año anterior. Con respecto a los mercados emergentes y a las economías en desarrollo, se preveía que acelerarían de un 3,5% registrado el año pasado a un 4,1% durante este año. Sin embargo, una situación que no era previsible ha azotado a los mercados haciendo que todas las perspectivas de crecimiento que se tenían a principio de año sean ahora completamente distintas.

La incertidumbre es alta, por lo que se hace difícil para los analistas hacer previsiones exactas. El punto de partida, se puede decir que fue en febrero de este año, ya que no existían grandes desequilibrios a nivel internacional, los indicadores de actividad estaban mejorando y por tanto las bolsas haciendo máximos. Es importante recalcar este punto de partida, puesto que era muy considerable que se volvieran a obtener estos resultados en el año 2021 (BBVA Asset Management, 2020).

Por ahora, el mes de marzo de 2020 ha registrando únicamente resultados negativos. El petróleo está registrando sus peores pérdidas desde hace dos décadas, cayendo hasta un 30% cuando se iniciaron las sesiones en Asia la mañana del 9 de marzo, donde el valor del crudo de Brent sufrió la mayor caída desde el año 1991, hasta los 31,2 dólares por barril. A finales de este mes de marzo, el barril de petróleo Brent, cotizaba a 14,85 dólares

por barril, llegando a descender más de un 75% en los últimos doce meses, según DatosMacro Expansión. El desplome en los precios del crudo ha desencadenado una bajada de valores masiva en los principales mercados bursátiles, además de verse afectados por el brote del coronavirus.

El impacto de estos sucesos ha desencadenado una serie de problemas a los que el mundo tendrá que enfrentarse en el corto plazo. Por un lado, los países están empezando a acumular altos niveles de deuda, lo que afectará gravemente a sus economías. Además, los principales bancos centrales responden al desplome de la economía reduciendo los tipos de interés. Los bancos centrales han optado por unas políticas monetarias laxas, siendo el “*Quantitative Easing*” la medida elegida para intentar mantener el crecimiento de empresas y naciones mediante la compra de deuda soberana de los Estados miembros. Sin embargo, esto tiene un efecto contrario ya que se produce un bajo nivel de crecimiento. Por otro lado, se tendrá que hacer frente a la falta de liquidez de algunos activos y a mantener la dinámica de mercado que se había conseguido, frente a la que se tenía hace una década.

Frente a un contexto de inestabilidad e incertidumbre, los mercados financieros y más en concreto las bolsas tienen que pronosticar los daños y esperar a ver el efecto de las medidas de contención implementadas para amortiguar el impacto del COVID-19. Encontrar fuentes de rentabilidad a través de carteras y de fondos tradicionales se ha vuelto casi imposible, por los tipos de interés negativos, las gestoras y otros inversores institucionales se encuentran obligados a buscar otras alternativas que permitan ampliar sus carteras.

## **5.4 España como mercado**

### **5.4.1 Inversiones en alternativos en España**

A lo largo de los años se ha conseguido una maduración muy importante del sector. Se ha logrado un crecimiento de operadores nacionales, y se ha conseguido mantener el atractivo para los inversores internacionales. La captación de fondos cada vez está siendo mayor, y se han incrementado considerablemente el número de operaciones.

Sergio Mínez, socio fundador de Alternative Ratings explica, “se está observando un interés creciente de los inversores con los que trabajamos – instituciones y *Family Offices* – por buscar retornos más altos”. Casi todas las bancas privadas españolas como CaixaBank o Bankinter, ya cuentan con algún vehículo con subyacentes alternativos. Otras como Santander, que creó en 2019 su división global de activos alternativos, centrada en la inversión en infraestructuras, capital privado y deuda privada. Por otro lado, entre las principales gestoras que lideran el ranking de la gestión alternativa en España se encuentran Portobello, BlackRock, o Altamar Capital Partners, donde este último ya cuenta con 7.300 millones de euros de capital comprometido.

Sin duda, el activo que más atractivo tiene entre los inversores es el capital privado, así lo asegura José Zudaire el director general de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e inversión (Ascri) con un récord en la inversión total estimada en 2019, 8.513 millones de euros en capital privado, lo que suponen un crecimiento del 43% frente al año 2018. Además, Miguel Zurita, presidente de Ascri y Managing Partner de Altamar Capital Partners, aseguró que existen dos factores que están promoviendo la inversión de Capital Privado en España. Por un lado, la situación macroeconómica española de los últimos años está siendo saludable, experimentando tasas de crecimiento mayores a la media europea, “En ese entorno benigno España ha contado tradicionalmente con numerosas empresas familiares y de tamaño mediano que presentan atractivas oportunidades de desarrollo y a las que más recientemente se han unido empresas más jóvenes muy innovadoras que han nacido incluso durante los años de la crisis” (Miguel Zurita). Por otro lado, la mayor parte de las inversiones las representan fondos internacionales que se ven atraídos por las oportunidades que ofrece el mercado español. Además, otros estudios revelan que los inversores institucionales españoles (*family offices*, aseguradoras, fondos de pensiones, etcétera) levantaron hasta 2.376 millones de euros de capital en 2018, de alrededor de un total de 4.800 millones de euros de todo lo captado en inversiones alternativas por las gestoras españolas. La otra mitad corresponde a los otros activos alternativos de más interés, que son en gran parte inmuebles e infraestructuras.



## 6. Tendencias de Inversión de Inversores Institucionales en España

En la industria financiera, los inversores institucionales se definen como firmas que agrupan grandes cantidades de capital con el objetivo de gestionarlas conjuntamente, para invertir las a través de diferentes vehículos en activos financieros y no financieros. El inversor institucional típicamente va a perseguir uno de estos objetivos de inversión a la hora de construir su cartera: (i) rendimiento absoluto, o (ii) la inversión impulsada por la responsabilidad o en término anglosajón *liability-driven investment*<sup>11</sup>. Entre los distintos tipos de inversores institucionales se pueden encontrar compañías de seguros, fondos de pensiones, grandes *family offices*, fundaciones, fondos de dotaciones o instituciones (más conocidos como *endowment funds*), etcétera.

Muchos inversores institucionales que se enfrentan a tipos de interés bajos a nivel mundial, han expresado su deseo de aumentar aún más las asignaciones destinadas a inversiones alternativas, añadiendo una nueva categoría, ya sea en estrategias comerciales diversificadas o en activos reales. Datos de Preqin, confirman que el 80% de los inversores institucionales globales ya tienen una asignación activa por lo menos en una de las clases de alternativos, mientras que alrededor del 50% asignan capital a tres o más diferentes clases de estos activos.

Su presencia en el mundo de los activos alternativos está siendo cada vez mayor. Son cada vez más conscientes de que pueden optar por una mayor proporción de estos activos no líquidos en sus carteras, dados sus pasivos a largo plazo. Se pueden identificar ciertas motivaciones principales que explican el aumento de la inversión en esta clase de activos: (i) la obtención de retornos adecuados en entornos de tipos de interés bajos, (ii) reducir la exposición a la volatilidad del mercado, (iii) diversificar su cartera de inversiones, (iv) disminuir la correlación entre los activos que componen la cartera, (v) estar protegidos ante potenciales subidas de tipos de interés o inflación, o (vi) ganar mayor exposición a la economía real que la que ofrecen los mercados cotizados, entre muchas otras.

---

<sup>11</sup> Se refiere a la estrategia destinada principalmente a obtener suficientes activos para cubrir todos los pasivos, tanto las obligaciones presentes como las que se acumularán en el futuro (<https://inversiopedia.com/inversion-pasiva-ldi/>)

La inclusión de estos activos en las carteras en diferentes proporciones, sustituyendo a activos de renta variable o de renta fija, afectará al comportamiento de estas en relación a la rentabilidad y a la volatilidad. En particular, en el mercado español, los inversores institucionales se centran principalmente por tres tipos de activos alternativos: el capital privado, el real estate y la deuda privada, según datos de Afi.

## **6.1 En la mente del Inversor Institucional español**

Este estudio se centrará en los tipos de inversor institucional español, entre los cuales se encuentran las aseguradoras, los fondos de pensiones y los grandes *family offices*.

Los distintos inversores institucionales españoles han aprovechado de manera adecuada la exposición a renta variable durante el año 2019, diversificando bien sus carteras y dirigiendo a sus clientes hacia estos productos de gran riesgo. Sin embargo, su exposición a renta fija sigue siendo muy significativa entre estos inversores.

En la medida que el rescate de los planes de pensiones se produce alcanzada la edad jubilación (salvo en situaciones excepcionales en que se permite a los partícipes de los fondos un rescate anticipado), los fondos de pensiones ofrecen diferentes productos a sus clientes, en función del riesgo que se quiere asumir y el horizonte temporal hasta la edad de jubilación. Aunque en la mayoría de los casos tiene sentido favorecer una mayor exposición a renta variable e inversiones alternativas dado el extenso horizonte temporal hasta su rescate; la mayoría de los partícipes optan por fondos con menor riesgo, pero menores rentabilidades en el largo plazo. Las distintas gestoras, optan cada vez más, por diversificar los fondos de pensiones que ofrecen, para ajustarlos a los perfiles de riesgo de los partícipes.

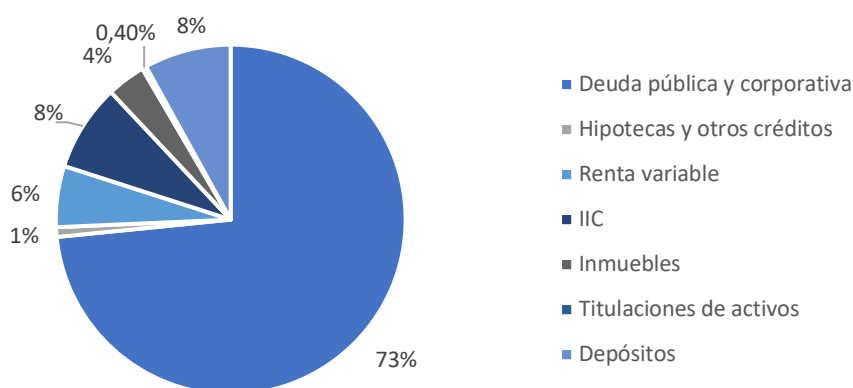
Por otro lado, la estrategia de inversión de las aseguradoras españolas, viene muy condicionada por su modelo de negocio, pero concentran la mayor parte de su inversión en renta fija, y concretamente en deuda pública española. Las aseguradoras también se centran en ofrecer un producto a medida, que satisfaga las necesidades de los clientes, de acuerdo a su perfil de riesgo.

Por último, los grandes *family offices*, consideran que la distribución de activos (*asset allocation*) es fundamental en su estrategia de inversión, apuestan por una apertura de sus fondos a diferentes sectores, invirtiendo tanto en activos líquidos como ilíquidos.

### 6.1.1 El sector asegurador

Actualmente, el sector asegurador concentra un volumen importante de activos en sus carteras, representando un importe superior a diez billones de euros a nivel global, por lo que se pueden calificar como uno de los principales inversores institucionales del mercado financiero. La Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones (ICEA), ha presentado un informe sobre las carteras de inversión del sector asegurador en España. En el año 2018, superó los 295.000 millones de euros, representando el 24,5% del PIB nacional. Diferenciando las diferentes tipologías: el 55,6% corresponde a la cartera de vida, mientras que el 13,7% a la cartera de no vida, y el 26,8% a la cartera general. El sector asegurador español dedica el mayor porcentaje de sus inversiones a posiciones en deuda pública y corporativa, destinando más de un 70% del total (Figura 12). Estas cifras demuestran el carácter conservador del sector asegurador español.

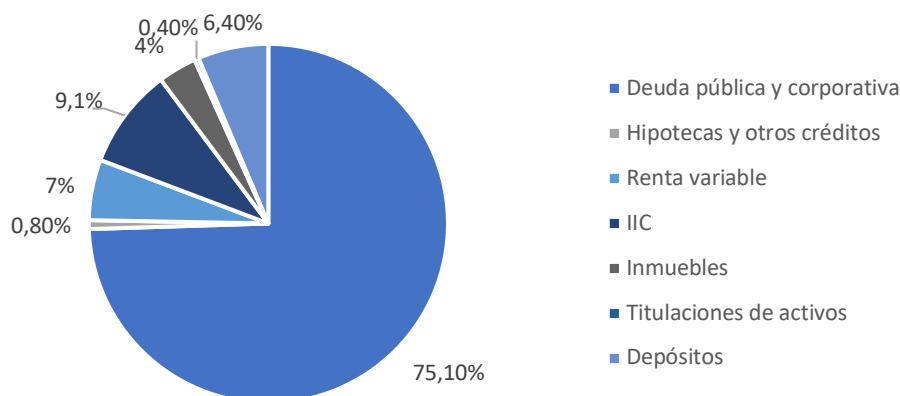
**Figura 12: Cartera de las aseguradoras españolas en 2018**



Fuente: Asociación ICEA, enero 2019

España es el país de la eurozona que destina un mayor porcentaje de su inversión a activos de menor riesgo, mientras que de media en lo que respecta a la renta variable, España se mantiene muy por debajo de la media europea (13% vs. 26,7%). Por otro lado, el peso de los bonos corporativos, supera con dificultad el 20%, mientras que en otros países europeos supera de media el 35%. La preferencia de inversión de las aseguradoras españolas, se centra en la deuda pública, concretamente en deuda pública española. El peso en sus carteras supera el 50%, mientras que, en otros países como Reino Unido, Alemania o Francia, su peso está por debajo del 30% (EIOPA<sup>12</sup>, 2020). Sin embargo, el entorno actual de tipos de interés, no ya bajos sino negativos, está impulsando cambios significativos en la asignación de capital de las compañías de seguros hacia activos de mayor duración, y de mayor riesgo, incrementando el peso de las inversiones alternativas o en renta variable (Figura 13). Actualmente, las aseguradoras españolas tienen menos del 1% invertidos en activos alternativos, frente a la media europea que se sitúa en un 3% (Mapfre, 2020).

**Figura 13: Cartera de las aseguradoras españolas en 2019**



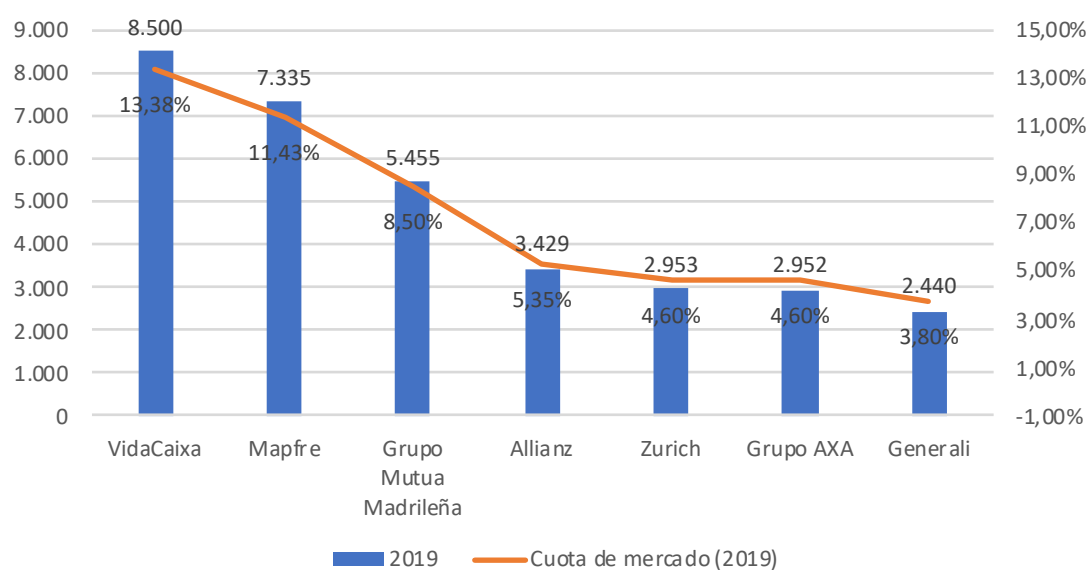
*Fuente: Asociación ICEA, enero 2020*

A pesar del poco volumen que las aseguradoras españolas concentran de media en activos alternativos, algunas de las compañías de seguros más grandes de España llevan invirtiendo en activos alternativos desde hace años. En los casos en los que la construcción

<sup>12</sup> The European Insurance and Occupational Pensions Authority

de la cartera y la selección de los gestores ha sido la adecuada, la experiencia ha sido positiva, y en muchas ocasiones esto ha supuesto aumentar el objetivo de asignación, pero, siempre bajo el principio de prudencia y tratando de optimizar el consumo de capital. Entre ellas se encuentran Mapfre, Mutua Madrileña o VidaCaixa. Según una publicación de ICEA, estas aseguradoras se encuentran a la cabeza de la clasificación por volumen de primas en el año 2019, con 7.000, 5.000 y 8.000 millones de primas emitidas respectivamente (Figura 2014)

**Figura 14: Ranking aseguradoras por volumen de primas emitidas (2019)**

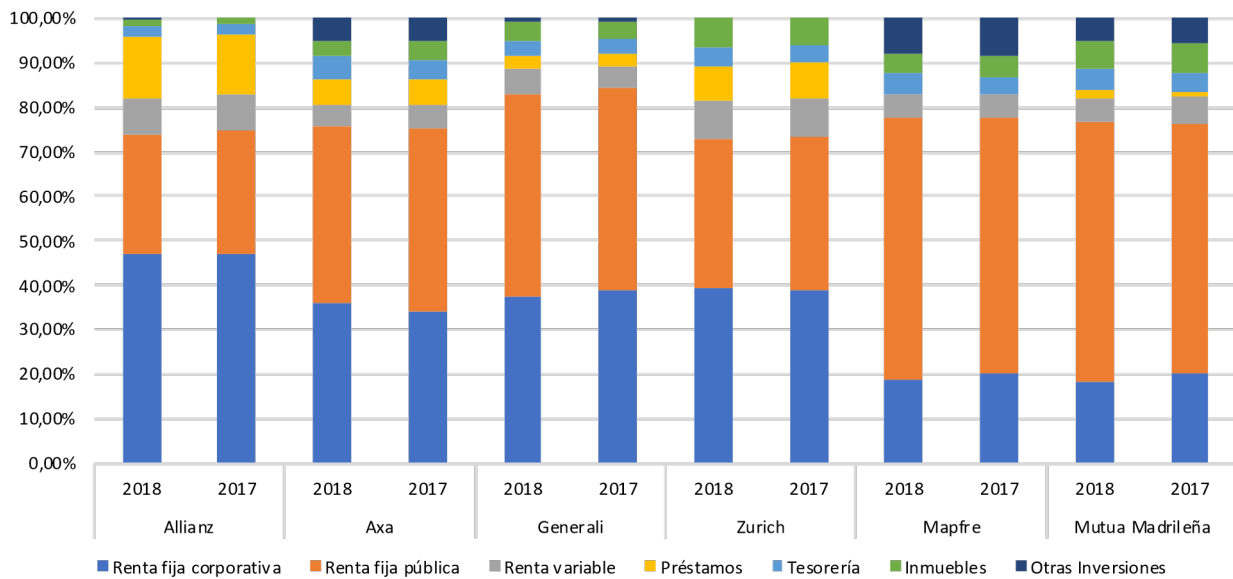


*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de ICEA*

### **6.1.1.1 Estrategia de inversión de distintas aseguradoras**

A continuación, se presenta la distribución por tipología de activos de diferentes entidades aseguradoras con mayor nivel de actividad en España. Las cifras representan el peso relativo de los diferentes activos a cierre de 2018 y su comparativa con respecto al año anterior.

**Figura 15: Distribución por tipología de activo**



*Fuente: Servicio de estudios Mapfre y Cuentas consolidadas de las empresas seleccionadas*

Como se ha señalado anteriormente, el peso de la renta fija, tanto corporativa como pública, es denominador común en las carteras de las distintas entidades, además de la clara preferencia de inversión en deuda pública por parte de las aseguradoras españolas. Esto se debe a la estrategia de inversión de las aseguradoras que viene muy condicionada por su modelo de negocio, basada en la comercialización de productos con garantía de tipo de interés a vencimiento. En el año 2018, se puede observar una gran diferencia entre la aseguradora Allianz, que tiene un peso relevante en renta fija corporativa representado un 47% de su cartera, en comparación con Mapfre o Mutua Madrileña, en las que el peso de su inversión se concentra en renta fija soberana, representando casi el 60% del total de su cartera.

Mapfre es sin duda uno de los principales inversores institucionales de España, siendo también uno de los principales financiadores de la deuda pública española. A cierre del último trimestre del año 2019, alcanzó un balance de 54.750 millones de euros, donde casi 19.000 millones corresponden a deuda pública española.

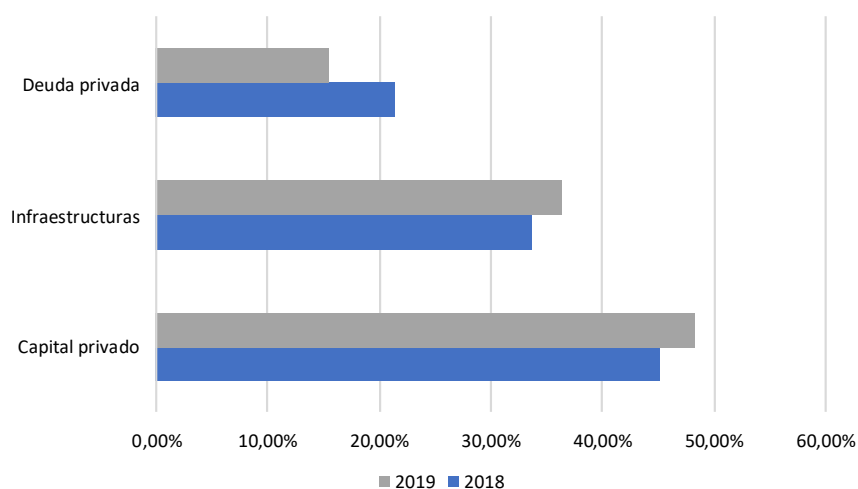
También, se caracteriza como una de las grandes aseguradoras que ha apostado por un mayor peso en los activos alternativos. A finales del año 2019, Mapfre comprometió 550 millones de euros adicionales en activos alternativos. De esta manera, el peso de los activos alternativos en la cartera del grupo asciende a los 1.057 millones de euros, aunque

apenas representa un 0,6% del total de la cartera de la entidad. El 60% de la cartera de activos alternativos corresponde a inversión inmobiliaria, mientras que el capital privado y la deuda privada, representan cada uno a un 20%. Aunque la estrategia de diversificación va cogiendo peso, esta cifra es inferior a la inversión promedio de otras entidades competidoras, cotizadas en Europa, como Axa, Allianz o Generali, que se sitúan alrededor del 2,7% de su inversión total (Estudios Mapfre, 2020). Esta apuesta de inversión en activos alternativos, aunque todavía no tan significativa, pretende favorecer la diversificación de sus carteras con estos activos poco expuestos a los bajos tipos de interés.

Asimismo, el Grupo Mutua es también uno de los inversores institucionales de referencia con respecto a la inversión de activos alternativos. La aseguradora Mutua Madrileña ha desarrollado en los últimos años, distintos programas de inversión en una variedad de activos alternativos: capital privado, infraestructuras y deuda privada. En total, acumulan unas sesenta inversiones por un importe de 470 millones de euros en capital comprometido, a través de fondos o de forma directa, aportando al grupo una rentabilidad del 9%. El desglose de las inversiones en activos alternativos, se divide en: 214 millones en capital privado, 161 millones en infraestructuras y 69 millones en emisiones de deuda privada. A través de los años, la aseguradora ha ido reforzando su apuesta por activos alternativos, mediante la compra de participaciones en diferentes empresas de capital privado, apostando por fondos de infraestructuras y entrando en el negocio de las energías renovables. Entre algunas de las más recientes encontramos:

- La compra del 20% de la gestora Alantra Asset Management por 45 millones de euros, donde invertirá aproximadamente unos 100 millones de euros en fondos y productos de gestión de activos alternativos (Grupo Mutua, 2020).
- Adquisición de dos parques eólicos de la mano de la entidad de capital privado europea Ardian, donde la aseguradora será propietario directo de un 35%, convirtiéndose en el principal activo del área de infraestructuras de la aseguradora. (El Economista, 2018)
- Compra a la gestora de capital privado Corpfin Capital del 24% del capital, de los gimnasios GoFit, por 40 millones de euros (Expansión, 2017)
- Inversión en gestoras de capital privado, y *venture capital*, como Altamar Capital Partners o Kibo Ventures.

**Figura 16: Total capital invertido en activos alternativos por Mutua Madrileña (2018-2019)**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos facilitados por publicaciones de “El Economista” y Mutua Madrileña*

### 6.1.2 Fondos de Pensiones

Los activos alternativos representan una inversión atractiva para el sector de fondos de pensiones, para alinear el horizonte temporal de las obligaciones de los fondos de pensiones y la rentabilidad de los activos en los que invierten. El año 2019, fue el año más rentable para el conjunto de los planes de pensiones nacionales con una rentabilidad media de 8,8% (Inverco, 2020).

Existen unas diferencias significativas entre la inversión en fondos de Capital Riesgo e inversiones en Renta Variable o en ICCs (Instituciones de Inversión Colectiva)<sup>13</sup>. Esto probablemente se debe a dos principales limitaciones.

En primer lugar, las comisiones en cascada<sup>14</sup>. Dada la complejidad que implica la gestión de activos privados, lo habitual es que los inversores, tanto institucionales como

<sup>13</sup> Las **Instituciones de Inversión Colectiva** (IIC) tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, estableciéndose el *rendimiento del inversor* en función de los resultados colectivos. Su *forma jurídica* puede ser de Fondo o Sociedad de Inversión. (<http://www.inverco.es/20/22/25>)

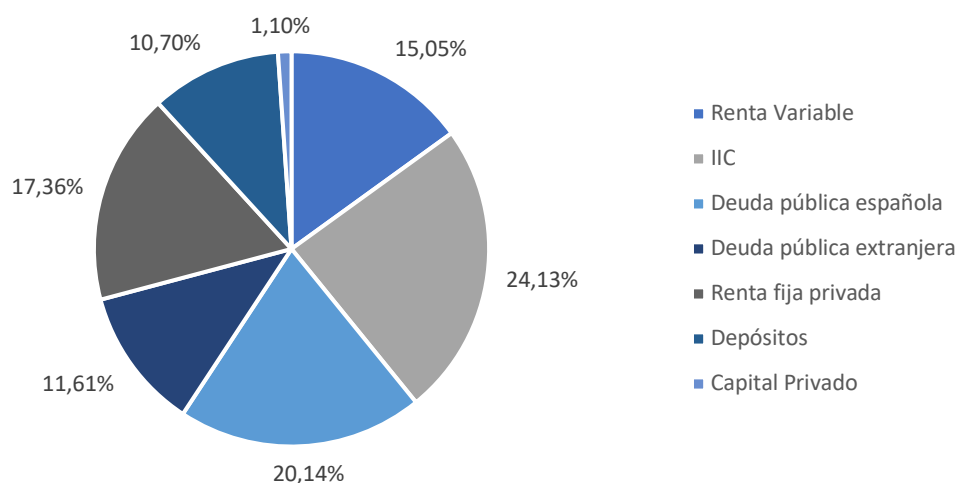
<sup>14</sup> Una acumulación de comisiones



particulares, deleguen esa gestión a entidades especializadas. Esto supone comisiones añadidas, pero favorece la obtención de unas rentabilidades netas atractivas con un riesgo muy acotado y con una mayor eficiencia en costes operativos y administrativos frente a que sea el propio fondo de pensiones el que lleve a cabo esta actividad. En este sentido, es difícil para el fondo de pensiones cumplir con las comisiones máximas permitidas por Ley si en dicho límite se incluyen también las comisiones en cascada. En segundo lugar, también se debe a que una eventual venta anticipada de las aportaciones a los planes de pensiones agravaría la limitación que ya tiene un fondo de pensiones de invertir en activos privados, dada la naturaleza de largo plazo e iliquidez de estos últimos.

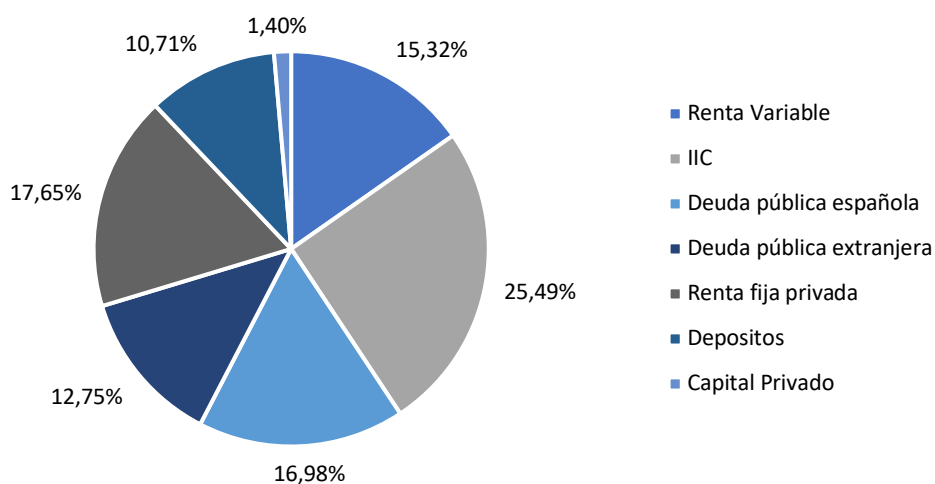
Los planes de pensiones se categorizan por ser productos de inversión-ahorro, por lo que por su naturaleza se consideran como conservadores. En los gráficos 17 y 18 se compara la distribución de la cartera media en 2019 con respecto al año anterior y se percibe un aumento de la exposición a renta variable, en parte motivada por los bajos tipos de interés. Por otro lado, con respecto a la renta fija, lo más destacable es la deuda pública española, ya que disminuye hasta 4 puntos porcentuales respecto de un año a otro.

**Figura 17: Cartera de fondos de pensiones españoles en 2018**



*Fuente: Datos obtenidos del Boletín de Información Trimestral de Planes y Fondos de Pensiones, 2019*

**Figura 18: Cartera de Fondos de Pensiones Españoles en 2019**



*Fuente: Datos obtenidos del Boletín de Información Trimestral de Planes y Fondos de Pensiones, 2019*

#### **6.1.2.1 Comparativa Planes de Pensiones**

Las distintas entidades ofrecen a sus clientes productos que se adecuan a los perfiles de los ahorradores a medida que se acercan a la edad de jubilación. Dentro de la familia de planes de pensiones, cabe destacar la categoría de planes mixtos, que, en los últimos años, han experimentado una demanda creciente. Este tipo de producto financiero que combina activos de renta fija y variable, perfila a personas dispuestas a asumir un riesgo moderado, a cambio de una expectativa de rentabilidad a largo plazo.

El peso de los activos alternativos en las carteras depende del tipo de perfil de riesgo del partícipe. Normalmente, el porcentaje de inclusión de estos activos se sitúa entre el cinco y el quince por ciento, para los perfiles de riesgo alto o muy alto, encontrándose este ligado al horizonte temporal de la inversión. En la siguiente tabla (Figura 19), se muestran las volatilidades de los planes y las rentabilidades anualizadas correspondientes al año 2019.

**Figura 19: Tabla volatilidades y rentabilidades anualizadas de planes de pensiones para el año 2019**

	Caixabank Destino 2030	Caixabank Destino 2040	Caixabank Destino 2050	BBVA Plan Multiactivo Conservador, PPI	BBVA Plan Multiactivo Moderado, PPI	BBVA Plan Multiactivo Decidido, PPI
Volatilidad	17,86%	19,93%	21,07%	5,29%	10,38%	16,20%
Rentabilidad anualizada	17,20%	19,15%	20,27%	3,41%	8,36%	15,13%

*Fuente: Datos catálogo de planes de Caixabank y BBVA, 2019*

La Gama Destino de Caixabank, gestionada por la filial VidaCaixa, incluye activos de renta variable, renta fija y activos alternativos en su cartera, con un total de 2.793 millones en patrimonio total. En este caso, la cartera no depende del perfil del cliente, sino de los años que restan hasta su jubilación. A medida que se acerca la fecha de jubilación, el peso de la renta fija y de los activos alternativos cobra mayor importancia. Estos activos, presentan un alto grado de descorrelación con el mercado, por lo que, en momentos de alta volatilidad, reducen el impacto protegiendo el capital acumulado del partícipe.

Como alternativa a la Gama Destino ofrecida por Vidacaixa, se encuentra la Gama Multiactivo de BBVA, en la que se tienen en cuenta los distintos perfiles del inversor. La entidad ofrece distintos fondos dependiendo del riesgo que el inversor está dispuesto a asumir: conservador (máximo 30% en renta variable), moderado (entre un 20 y un 30 por ciento en renta variable) y decidido (entre un 50 y un 90 por ciento). Estos productos diversifican sus activos teniendo en cuenta tres principales impulsores de rentabilidad: renta variable internacional, renta fija internacional y divisas, además de una pequeña asignación a activos alternativos.

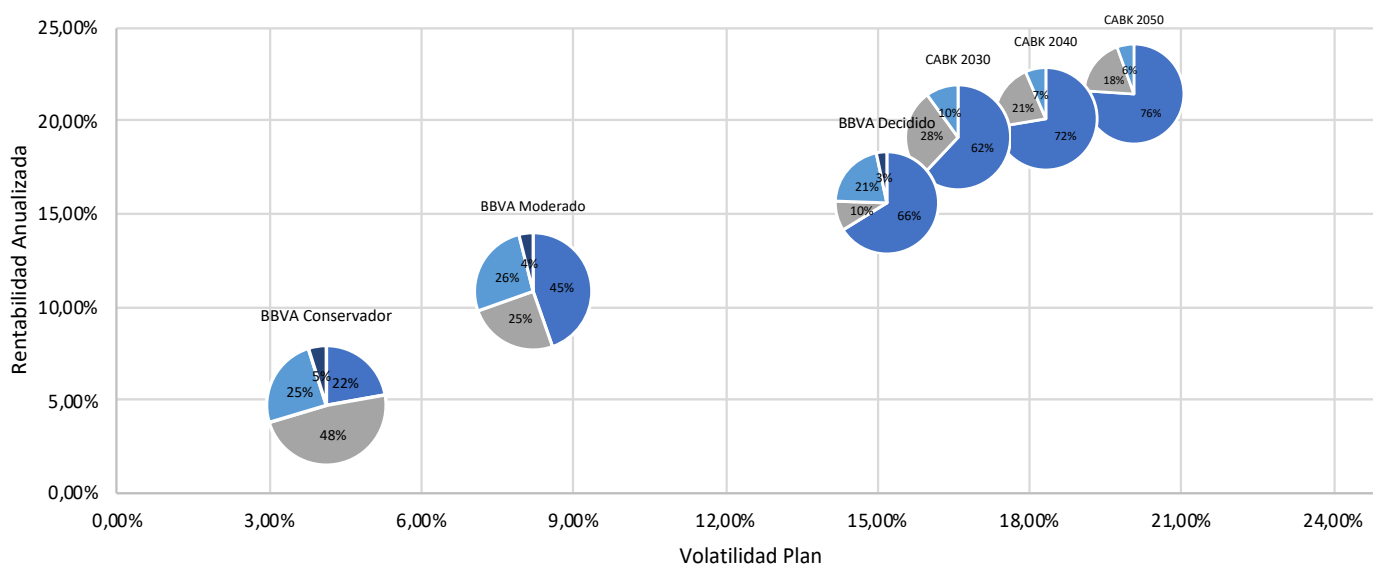
A continuación, se muestra la posición de los distintos planes de pensiones en función de la volatilidad y las rentabilidades anualizadas (Figura 21), que se detallan en la tabla anterior (Figura 19), de los distintos planes de pensiones con respecto a la distribución de su cartera.

**Figura 20: Distribución por tipología de activos**

	Caixabank Destino 2030	Caixabank Destino 2040	Caixabank Destino 2050		BBVA Plan Multiactivo Conservador, PPI	BBVA Plan Multiactivo Moderado, PPI	BBVA Plan Multiactivo Decidido, PPI
Renta Variable	62,00%	72,20%	76,00%	Renta Variable	22,00%	45,00%	66,00%
Renta Fija	28,00%	21,10%	18,45%	Renta Fija	48,00%	25,00%	11,00%
Alternativos	10,00%	6,50%	5,50%	Liquidez	25,00%	25,92%	21,00%
				Alternativos	6,00%	4,74%	4,15%

Fuente: Datos catálogo de planes de Caixabank y BBVA, 2019

**Figura 21: Comparativa planes de pensiones**



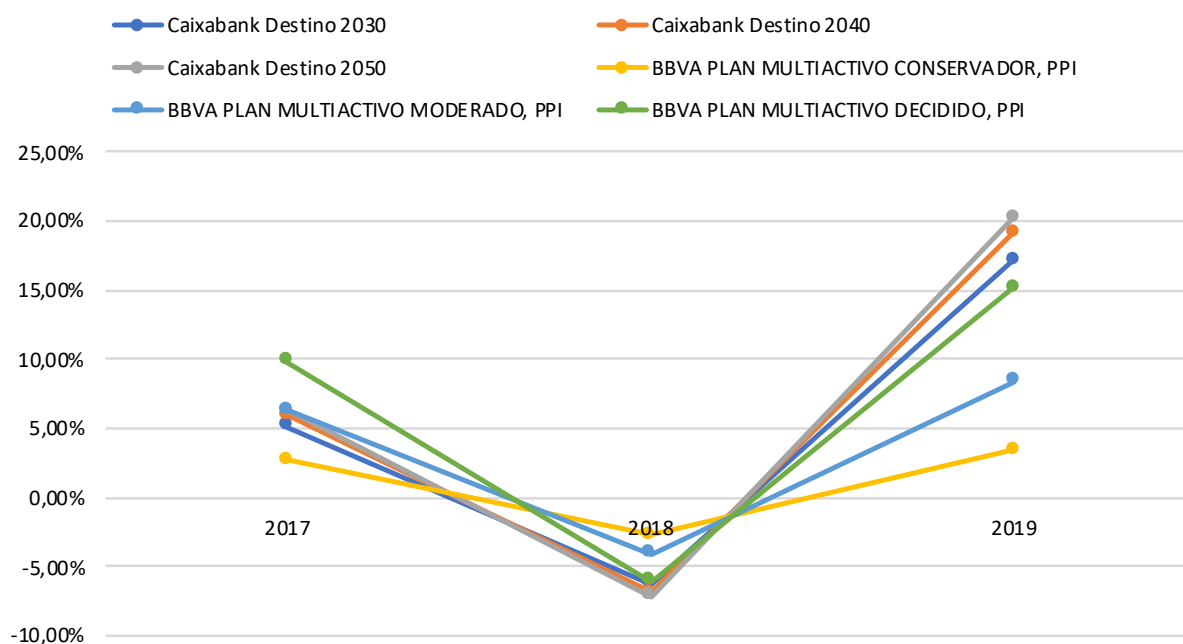
Fuente: Elaboración propia

Como se observa en el gráfico anterior (Figura 21), la Gama Destino de CaixaBank presenta mejores rentabilidades que la Gama Multiactivo de BBVA. La inclusión de un mayor porcentaje de renta variable y activos alternativos ha favorecido a la cartera en términos de rentabilidad. Sin embargo, a medida que se va sustituyendo la renta variable por activos alternativos en la cartera de los diferentes planes de la Gama Destino, el porcentaje de volatilidad es menor, y las rentabilidades obtenidas siguen siendo sustancialmente altas.

También, enfocándolo desde otra perspectiva, se observa que el nivel de volatilidad aumenta al incorporar estos activos en sustitución a la renta fija, ya que son más volátiles que esta. No obstante, como el plan de pensiones se considera como un producto a largo plazo, el aumento del riesgo por la volatilidad, se compensa con el aumento de las rentabilidades ofrecidas, generando un binomio de rentabilidad-riesgo (ratio de Sharpe) más positivo.

Los perfiles Conservador y Moderado de BBVA presentan una volatilidad menor con respecto a los demás planes, debido al gran porcentaje destinado a renta fija. A pesar de la gran exposición a este activo, los planes han conseguido mejores rentabilidades al diversificar la cartera incluyendo activos alternativos, en un contexto actual en el que la renta fija apenas ofrece rentabilidad.

**Figura 22: Rentabilidades anuales de los distintos planes**



*Fuente: Elaboración propia a partir de datos del catálogo de planes de CaixaBank y BBVA*

El gráfico anterior (Figura 22), muestra las rentabilidades anualizadas de los distintos planes en los tres últimos años. Los planes que presentan una mayor asignación a renta

variable obtuvieron mejores rendimientos en el año 2019, gracias a las rentabilidades atractivas que ofrecieron los mercados financieros (el rendimiento de la renta variable en Estados Unidos fue en torno al 30% y en Europa en torno al 25%). Los planes con perfiles más conservadores consiguieron una rentabilidad de entorno al 5% mientras que los perfiles moderados y más arriesgados, lograron rentabilidades por encima del 10 y 15 por ciento o incluso por encima del 20% como es el caso de CaixaBank Destino 2050 que tiene una exposición de más del 70% a renta variable.

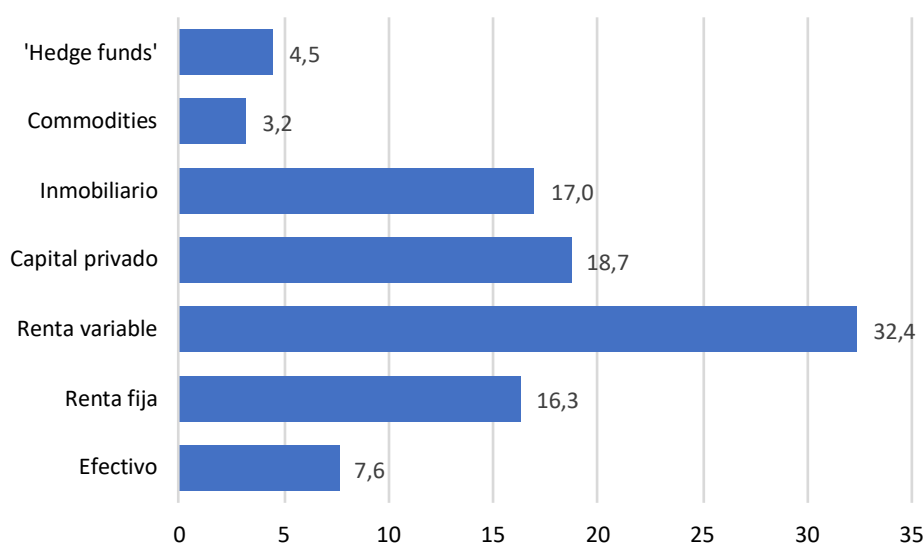
No obstante, estos planes expuestos a un gran porcentaje de renta variable también soportan una mayor volatilidad que se ve reflejada en momentos de caída de los mercados financieros (2018). En concreto, todos los planes excepto los más conservadores (BBVA Plan Multiactivo Conservador y Moderado) presentaron rentabilidades negativas por debajo del 5%. Por otro lado, los planes que presentan una mejor diversificación, han mejorado el equilibrio de sus carteras, ofreciendo rentabilidades constantes, y reduciendo la vulnerabilidad de las caídas del mercado. El plan que ha obtenido resultados más constantes ha sido BBVA Plan Multiactivo Conservador, ya que, evitando el riesgo de concentración, ha logrado suavizar así los rendimientos en momentos de alta volatilidad.

### **6.1.3 *Family Offices***

Según datos de Preqin, seis de cada diez *family offices* invierten en capital privado. A nivel global, la inversión en activos alternativos ya representa de media casi un 40% de sus carteras. Siendo su principal causa el prolongado entorno de tipos de interés bajos y mercados volátiles. El capital privado representa de media un 19% de los activos gestionados, el real estate, en segundo puesto representa de media un 17%. En Europa, estas inversiones pueden llegar a pesar de media un 22% de sus carteras.

La renta variable sigue siendo el activo de preferencia en las carteras de los *family offices*. Sin embargo, podemos observar que respecto a los otros inversores institucionales, el peso de los activos alternativos es mayor que el de renta fija. En España, estos inversores se han convertido en una pieza fundamental en la captación de fondos de capital privado. Esto está muy relacionado con la falta de activos líquidos que ofrezcan mayores rentabilidades.

**Figura 23: Cartera media de un *family office*, %**



Fuente: *The Global family Office Report UBS, 2019*

En España, algunos de los *family offices* más representativos para los grandes patrimonios, llevan años invirtiendo en capital privado, entre ellos se encuentran:

- Torreal, de la familia Abelló, es una de las *family offices* más importantes en España, y enfoca sus estrategias de inversión en compañías que tengan un fuerte potencial de crecimiento y que generen valor a largo plazo. En concreto, la empresa no tiene preferencia por el sector de la empresa, pero si evita modelos de negocio no probados (*start-ups*), muy pendientes de regulación o negocios cíclicos (Torreal, 2020)
- Omega Capital de la familia Koplowitz; su estrategia de inversión se centra en inversiones de capital riesgo (a través de fondos o coinversiones), inversiones en Real Estate y la toma de participaciones estratégicas en empresas cotizadas y no cotizadas (Omega Capital, 2020)
- Artá Capital de la familia March, lleva años invirtiendo en capital privado. Gestiona cerca de 800 millones de euros a través de dos vehículos de inversión, que invierten sobre todo en compañías de capital privado (Artá Capital, 2020)
- Pontegadea, el *family office* de Amancio Ortega, tiene una cartera de inversiones valorada en 9.767 millones a diciembre de 2018. Su estrategia de inversión se

centra en el sector inmobiliario, con la compra de edificios de oficinas, hoteles o locales comerciales (CincoDías, 2020)

Según datos de Ascri, gran parte de las inversiones de los grandes *family offices* españoles, se destinan al sector del capital privado. Además, el estudio concluye que este tipo de inversor prefiere la inversión como el principal inversor o mayormente conocido como *Limited Partner*, ya que les permite ofrecer rentabilidades mayores sin incurrir en mayores costes o complejidad. En este contexto, los grandes *family offices* españoles aportaron alrededor de 500 millones de euros en fondos de capital privado y venture capital españoles en el año 2018, casi un 87% más que en el año 2017, cuando su aportación entonces apenas superaba los 250 millones de euros, según señala el informe. Desde el año 2014, el peso su aportación media anual ha crecido hasta un 16%, lo que refleja el creciente interés por este activo.



## 7. Crecimiento global de los activos alternativos

### 7.1 Perspectivas del inversor

A nivel global, los inversores se encuentran satisfechos con el rendimiento de los activos en sus carteras. El 80% de los inversores institucionales globales ya tienen una asignación activa por lo menos en una de las clases de alternativos, mientras que alrededor del 50% asignan capital a tres o más tipos diferentes de activos alternativos. Cabe recalcar que el capital privado encabeza la lista de prioridades. Un 93% de los inversores entrevistados consideran que el rendimiento de este activo ha cumplido o ha sobrepasado sus expectativas en los últimos doce meses (Preqin, 2019).

Las perspectivas de captación de fondos por parte de los inversores siguen siendo positivas a nivel global. Para las clases de activos de capital privado, deuda privada e infraestructuras, el porcentaje de inversores que planea comprometer más capital en los próximos doce meses, es del 40, 39 y 36 por ciento respectivamente<sup>13</sup>. Mientras tanto, las inversiones en Real Estate pueden verse comprometidas, ya que el porcentaje de inversores que prevé invertir menos capital en los próximos meses, es mayor (un 27% más que el año 2018)<sup>14</sup>.

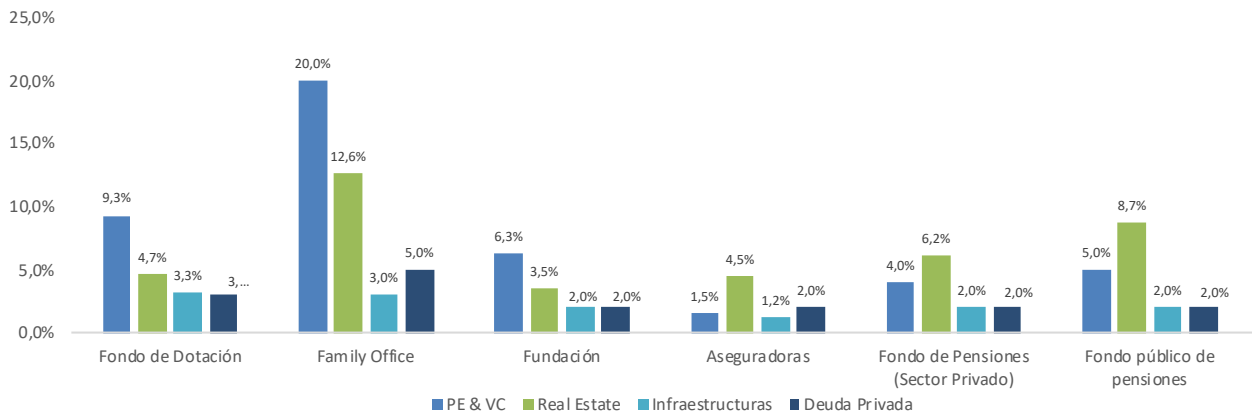
A continuación, se presentan datos a noviembre de 2019, de la asignación media actual y la asignación objetivo de algunos tipos de inversores institucionales (como porcentaje de sus activos bajo gestión) por clase de activo y tipo de inversor, a nivel global.

Comparando los dos gráficos (Figuras 24 y 25) se observa el creciente entusiasmo por los alternativos entre los distintos tipos de inversores, y refleja por tanto el optimismo por el rendimiento futuro de estos activos. Actualmente, el inversor que destina un mayor porcentaje de capital a alternativos, en concreto al capital privado y a Venture Capital conjuntamente, son los *family offices* con un 20% de asignación media. En segundo lugar, los fondos de dotaciones son los inversores que más destinan capital a este tipo de activo. Sin embargo, las aseguradoras y los fondos de pensiones, destinan más capital a fondos de real estate.

---

<sup>13,14</sup> Preqin Investor Interviews, June 2019

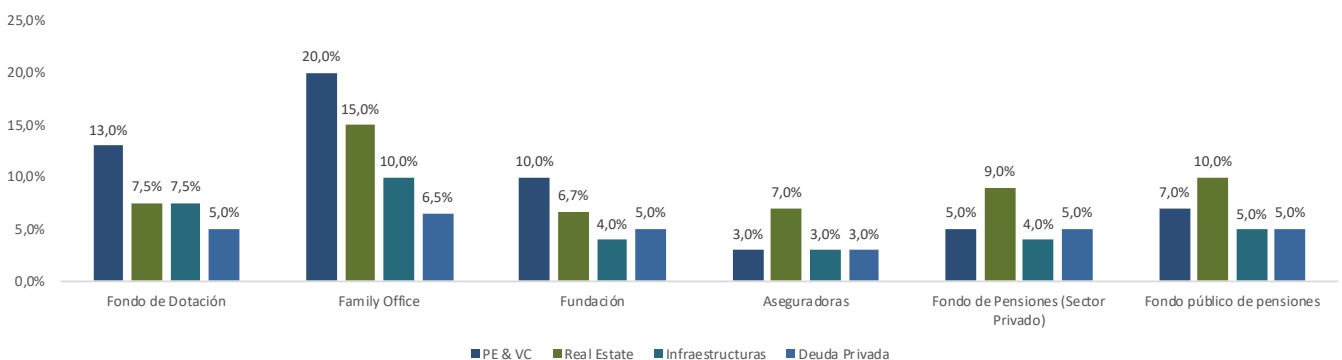
**Figura 24: Asignación media actual por tipo de inversor**



*Fuente: Preqin, 2019*

A continuación, se contempla como los diferentes inversores institucionales planean la posición con respecto a las distintas clases de activos alternativos en sus carteras en el próximo año. Según la muestra de inversores entrevistados, todos están alterando sus inversiones, buscando implementar una mayor proporción de capital en el capital privado para los próximos meses. Estos resultados son especialmente favorables para el mercado de alternativos, ya que buscan una consolidación en el futuro aún mayor.

**Figura 25: Objetivo de asignación media por tipo de inversor**



*Fuente: Preqin, 2019*

## 7.2 Mercados Emergentes

La importancia de las economías emergentes en la economía global ha crecido con el tiempo y sus mercados se han desarrollado. Muchos inversores internacionales han demostrado su interés y cada están cada vez más convencidos de que los mercados emergentes pueden tener el potencial para aportar rentabilidad a la cartera, pero asumiendo mayores riesgos.

Poco después de la crisis de 2008, las inversiones en los mercados emergentes consiguieron aumentar, sobre todo aquellas destinadas a los países asiáticos como China. La economía mundial se apoyaba en los llamados BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica), ya que su fuerte crecimiento compensaba ese estancamiento de los demás países desarrollados. Sin embargo, la situación volvió a agravarse a partir del año 2013. Fue durante este año, cuando Estados Unidos comenzó a reducir la expansión monetaria cuantitativa, que provocó una devaluación de las divisas de países como Argentina, Brasil, India o Indonesia. El hecho de que la Fed estuviese llevando a cabo una política de relajación monetaria, impulsó el crecimiento de estos países en desarrollo, y trajo nuevas fuentes de capital que huían de los bajos rendimientos en Estados Unidos, apostando por mayores riesgos, a cambio de mejores ganancias. Esta reducción de los estímulos, provocó que los rendimientos ofrecidos por estos países emergentes, no fueran tan atractivos para los inversores, por lo que decidieron buscar dónde invertir en otros mercados.

En el año 2018, este pensamiento comenzó a cambiar y los inversores buscaron otra vez, el cambio en los mercados emergentes. Fue un año muy favorable para las economías emergentes, los inversores institucionales mostraron un interés potencial ya que del capital total levantado ese año, un 18% fue destinado a los mercados emergentes (EMPEA<sup>15</sup>, 2019). Las caídas de los mercados financieros registradas ese año, se vieron como un refuerzo del atractivo de la inversión en las economías emergentes. La principal razón es el potencial que ofrecen a largo plazo, unido a que son países de fuerte crecimiento, con economías favorables y baja deuda (El Independiente, 2018).

---

<sup>15</sup> Emerging Markets Private Capital Analysis

Por otro lado, tras un año sin precedentes para la actividad de los activos alternativos en los mercados emergentes, los análisis de EMPEA revelaron a mediados de 2019, un descenso relativo en este tipo de activos en comparación a la gran cantidad de capital que se recaudó el año anterior, en particular en Asia y en América Latina. Los gestores de fondos alcanzaron 31.900 millones de dólares en *fundraising* e invirtieron cerca de 27.000 millones de dólares en total, en todas las clases diferentes de activos – capital privado, venture capital, deuda privada, infraestructuras y real estate-, y en todas las geografías que pertenecen a los mercados emergentes. Las cifras representan descensos del 10% y 32% respectivamente. A finales del año 2019 los retornos siguieron sin ser los esperados.

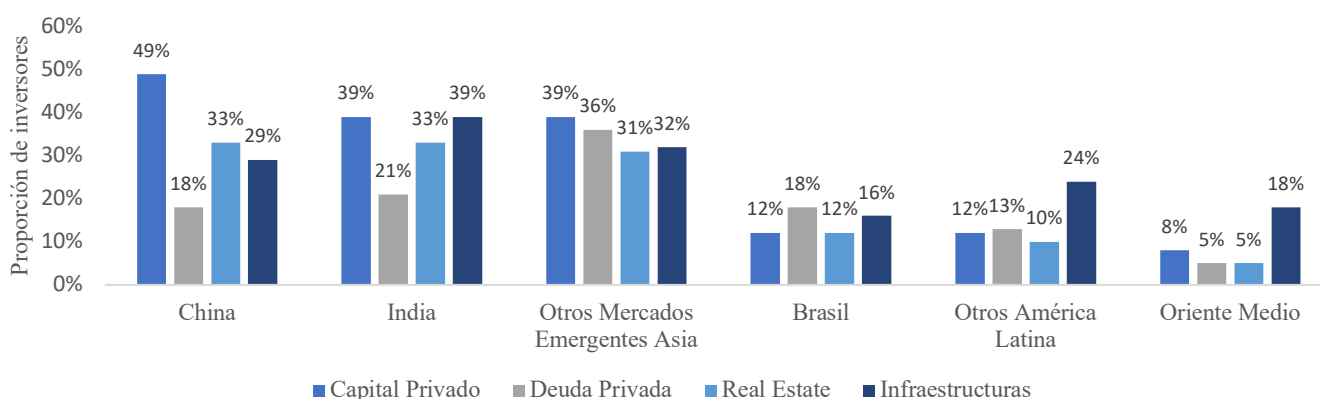
Los inversores institucionales muestran su visión en relación a cómo consideran que son de atractivos los diferentes mercados emergentes para invertir, en cuanto a los diferentes activos alternativos (Figura 26). Se observa claramente una preferencia generalizada por los mercados asiáticos, frente a Latinoamérica u Oriente Medio. Tiene sentido, puesto que los países latinoamericanos se ven más limitados por barreras políticas y reguladoras, entre otras, que limitan la exposición a este tipo de activos (Schroders, 2019). Un 49 y un 39 por ciento de los inversores consideran que Asia e India son las naciones que presentan las mejores oportunidades para el capital privado según los inversores. En cuanto a la deuda privada, los inversores consideran que los otros mercados emergentes en Asia<sup>16</sup> son el mejor escenario para este activo. Por otro lado, India presenta el mejor escenario para las inversiones en infraestructuras, seguido de otros países emergentes asiáticos. Adicionalmente, las regiones de América Latina<sup>15</sup> y Oriente Medio se presentan como mejores escenarios para este activo en comparación con los demás.

---

<sup>16</sup> Se considera Corea, Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Vietnam

<sup>15</sup> Se considera México, Chile, Colombia y Perú

**Figura 26: Perspectivas de los inversores sobre cuales son los mercados emergentes que presentan las mejores oportunidades según cada clase de activos**



*Fuente: Preqin y Schroders, 2019*

Aunque el atractivo por estos mercados haya aumentado, es importante no considerar a todos los países catalogados como economías emergentes, de manera generalizada, sino analizar individualmente la repercusión que tendrá la inversión de un determinado activo en un país específico.

### 7.2.1 América Latina

La industria de los activos alternativos en Latinoamérica, ofrece a los inversores institucionales una oportunidad para aportar aún más diversificación, y una generación de rentabilidades más elevadas. Sin embargo, esta región geográfica sigue siendo vulnerable a factores externos, a altas comisiones, a una ausencia de capacidades de inversión y ciertas barreras de administración y regulaciones impuestas por los gobiernos.

Históricamente se ha percibido un fuerte sesgo hacia el capital privado, pero ahora, en busca de una diversificación sustancial, el porcentaje de las diferentes clases de alternativos en las carteras de estos inversores es cada vez mayor. Por ejemplo, algunos inversores institucionales globales están considerando cada vez más, activos de infraestructura relacionados con la energía en Latinoamérica, en busca de un mayor rendimiento que el que ofrecen mercados desarrollados como el de Estados Unidos.

Con respecto a las barreras y regulaciones impuestos por los gobiernos en ciertos países, en estos últimos años se han visto algunos cambios que han ayudado a la industria de los alternativos a abrirse paso y aumentar su exposición en estos mercados. Algunos de estos cambios los han experimentado países como Chile, donde el gobierno chileno estableció en octubre de 2017 un rango de asignación (del 5 al 15 por ciento) para que los fondos públicos de pensiones, conocidos como los APFs (Administradoras de Fondos de Pensiones), pudiesen invertir en alternativos. Además, eliminó barreras a empresas internacionales, eliminándoles la obligación de pasar por el fondo alimentador<sup>16</sup> local, o que tuviesen que contratar a un agente de colocación chileno (Private Equity International, 2018).

Por otro lado, en países como Brasil, las barreras que se encuentran ciertos inversores institucionales para invertir en capital internacional, son en gran medida culturales y políticas. Los fondos de pensiones pueden destinar hasta un 20% de sus carteras en capital privado, y el 10% de esa cantidad puede destinarse a fondos que invierten en el extranjero. Sin embargo, estas barreras culturales y políticas, ha provocado que fondos internacionales de capital privado se mantuvieran al margen. En la mayoría de las ocasiones, grandes fondos de pensiones públicos, solo invertirán con un gestor, si tienen la posibilidad de tener un asiento en el comité de inversiones. Este requisito ha ocasionado conflictos de interés, entre las compañías brasileñas y los fondos internacionales de capital privado. Además, también había una tendencia, según la EMPEA, a elegir a los gestores según las condiciones y tarifas más favorables, y no basando su juicio en rendimientos pasados.

Otros países como México, apenas ha comenzado a demandar este tipo de instrumentos. En enero de 2018, se consiguió una flexibilización de la regulación de las afores<sup>17</sup> (los mayores inversores institucionales del país), que les permitía la inversión de hasta un 20% en activos bajo gestión, en mercados privados internacionales.

---

<sup>16</sup> Un fondo principal/subordinados es un fondo formado por varios fondos subordinados que tienen como objetivo atraer capital hacia un fondo central o principal (<https://economipedia.com/definiciones/fondo-principalsubordinados.html>)

<sup>17</sup> Administradoras de fondos para el retiro (afore), institución financiera privada que se encarga de administrar los fondos para el retiro de los trabajadores afiliados. Operan bajo el nuevo sistema de pensiones y tienen el objetivo de ofrecer al trabajador una pensión en el momento de su retiro (<https://www.gob.mx/consar/documentos/que-es-unaafores>)

### 7.2.2 Asia-Pacífico

Como se ha analizado anteriormente, los inversores revelan su preferencia por los países emergentes asiáticos como los escenarios más favorecedores para la inversión en activos privados. Entre ellas se encuentra China, considerada como la región más importante por su economía, siendo una de las más influyentes a nivel mundial. Además, los demás países emergentes asiáticos se ven favorecidos por el estímulo que genera la economía China.

El *fundraising* de fondos en Asia, ha aumentado una media del 7% anual desde 2013, liderado sobre todo por el crecimiento del capital privado en estas regiones. Sin embargo, hubo una bajada importante con respecto al *fundraising* en fondos asiáticos en el año 2018, los fondos recaudados pasaron de 121.000 millones de dólares en 2017 a 61.000 millones en 2018 (McKinsey, 2019).

Con respecto a las regiones de Asia-Pacífico, es muy interesante observar como el avance de las tecnologías y los nuevos polos de innovación, han impulsado el crecimiento de la industria del venture capital. Desde el año 2008, el peso del sector del venture capital ha incrementado más de un 200 por cien. Los recursos administrados en ese año no llegaban a los 271.000 millones de dólares, y a finales de 2019 se encontraban rozando el billón, según datos de Preqin y Vertex.

## 8. Perspectiva actual de profesionales de la industria

El objetivo de esta encuesta era obtener una referencia directa de profesionales especializados en distintos activos de la industria de alternativos en España y, como desde su perspectiva, contemplan que la inversión en estos activos se ha visto aumentada por parte de inversores institucionales, y cuales consideran que han sido las razones. Además, entre sus respuestas se detallan las ventajas y desventajas que el inversor se encuentra en la inversión en esta clase de activos, y como eventos macroeconómicos como el Brexit, la guerra comercial entre Estados Unidos y China o la bajada de tipos de interés han podido afectar a los compromisos de inversión por parte de los inversores. Finalmente, expresan su sentimiento sobre como consideran que será el crecimiento de estos activos en el futuro, y si activos como el capital privado o el *venture capital*, que tuvieron un gran crecimiento en 2018 y 2019 en España, contemplan que su crecimiento se vea afectado de la misma manera.

Los distintos directivos se ven satisfechos con la actuación de los alternativos y se mantienen optimistas sobre el futuro rendimiento de los alternativos, pero son conscientes de que esto puede no continuar.

- a. ¿Cuáles cree que son las principales ventajas de las inversiones alternativas frente a las tradicionales?

Los entrevistados coinciden con que las principales ventajas que ofrecen las inversiones en alternativos son la descorrelación que tienen con otros mercados, una menor volatilidad de los retornos a eventos macroeconómicos y una mayor rentabilidad media. Según explica Aquilino Peña, vicepresidente de ASCRI y socio fundador de Kibo Ventures, “si se eligen bien las inversiones, la rentabilidad es muy superior a la de activos más tradicionales como renta variable o renta fija”. Por otro lado, “el sector del Real Estate se encuentra en un momento expansivo y de concentración de gaps muy fuertes de oferta y demanda”, señala Iñigo Enrich, consejero director de CBRE España. Es decir, la escasez de oferta de calidad y gran demanda, es lo que provoca que grandes inversores pongan el foco en este tipo de activos. “Muchos de estos activos inmobiliarios se basan más en la demanda y no tanto en las necesidades, por eso están más expuestos a los ciclos económicos” explica Iñigo Enrich. Es por esto, que los activos de infraestructuras e



inmobiliarios como los hospitales, residencias de estudiantes o ancianos, siempre serán necesarios independientemente del ciclo económico en el que nos encontramos.

- b. ¿Cuáles cree que son las principales razones por las que los inversores optan por incluir activos alternativos en sus carteras?

Las ventajas presentadas anteriormente, se transforman en las principales razones por las cuales los inversores deciden optar por complementar sus carteras con alternativos. Entre ellas, se encuentran una mayor flexibilidad, una posibilidad de ajustarse a las necesidades concretas de los inversores, o a una mayor sofisticación de su oferta. “Estas inversiones suelen tener “*lock-up*” que permiten al gestor ajustar el vencimiento de sus inversiones al vencimiento del fondo. Además, no sufres como inversor el impacto de entradas y sobretodo de salidas en los fondos en momentos de escasa liquidez” indica Álvaro Garteiz, Consejero Director General de Torreal.

- c. ¿Cuáles son los mayores retos a los que se enfrenta un inversor con respecto a las inversiones en alternativos?

Las altas comisiones, la falta de “*track record*”, la iliquidez que presentan este tipo de activos, la inversión mínima, un análisis de inversiones más complejo y especialista, o posibles conflictos de interés, se encuentran entre la lista de los mayores retos que estos directivos consideran como los principales a los que un inversor se enfrenta con respecto a las inversiones en alternativos. En el espacio del Real Estate, Iñigo Enrich asegura que “al tratarse de un negocio que denominamos OPRE (*Operating Real Estate*), el principal reto es entender el negocio operativo detrás de cada activo. Estos sectores son industrias en sí mismos, el Inmobiliario no tiene un valor intrínseco en sí mismo, sino que depende de lo que el negocio operativo le pueda aportar”

- d. Considera que, debido a eventos macroeconómicos como el Brexit, o la guerra comercial entre China y Estados Unidos, que estuvieron muy presentes en 2019; ¿los inversores se vieron más motivados a incrementar sus compromisos de inversión en este tipo de activos?

Recientemente han tenido lugar ciertos eventos macroeconómicos como el Brexit, la guerra comercial entre China y Estados Unidos o un nuevo entorno ocasionado por una bajada potencial de los tipos de interés que, según el punto de vista de los directores entrevistados, los inversores se han visto más motivados a incrementar sus compromisos de inversión en este tipo de activos. Sin embargo, es importante aseverar que el hecho de que se haya producido un aumento de estas inversiones se deba únicamente a esos efectos. En gran parte, el “boom” de estas inversiones se debe a las políticas monetarias ultralaxas, “los inversores no encuentran suficiente rentabilidad y están yendo a un nivel de riesgo superior, evitando así la volatilidad de los mercados, pero aceptando otros riesgos” apunta Álvaro Garteiz. Según afirman los otros directivos, es también una cuestión de inseguridad por parte de los inversores, y como protección ante posibles caídas en los mercados. Además, hacen hincapié en la situación favorable en la que se encuentran estas inversiones ante un entorno de bajos tipos de interés. Javier Torremocha, Socio fundador y Managing Director de Kibo Ventures, explica “con los tipos actuales, es muy difícil sacar rentabilidad de cuenta corriente o fondos monetarios. Incluso para institucionales, la rentabilidad es negativa”.

- e. A los inversores institucionales españoles se les califica con un perfil de riesgo conservador; ¿Cree que está cada vez más preparado para dar ese paso hacia los activos alternativos?

Todos los directores coinciden con que el inversor institucional español se ve cada vez más empujado hacia este tipo de activos, apostando una mayor diversificación en sus carteras. Según comenta Javier Torremocha, “a diferencia del inversor retail, el institucional suele entender mejor este tipo de activo, lo liga a sus propios cash-flows y a sus necesidades de liquidez” Sin embargo, según apuntan, España se encuentra todavía lejos de otros mercados más sofisticados. Entre los activos que han tenido mayor auge en el mercado español, se encuentran los hedge funds, fondos de venture capital, Real Estate y capital privado, siendo este último el protagonista de las operaciones principales.

- f. El año 2019, ha sido un año excepcionalmente positivo para los mercados financieros nacionales e internacionales, con elevadas rentabilidades generalizadas en los mercados de acciones y Renta Fija. Aún así, la inversión en

activos alternativos en España ha crecido considerablemente este año, ¿A qué se ha debido?

Los entrevistados coinciden que el incremento de la inversión viene producido por varios motivos. Entre ellos: por un mayor entendimiento y profesionalización de los inversores del carácter acíclico de estos sectores, por los banqueros colocando cada vez más estos productos por su mayor margen, por una promesa de rentabilidad sin correlación, o unos tipos de deuda bajos favoreciendo la inversión. Además, según comenta José María Amusategui, Socio Fundador y CEO de Cygnus Asset Management, “el inversor institucional (planes de pensiones, mutualidades, aseguradoras, etc), generalmente, tiene una exposición muy baja a renta variable”. Es por eso que, si buscan obtener rentabilidades, que les permitan batir la inflación, deben buscar activos poco correlacionados con los mercados y con rentabilidades mayores.

g. ¿Cómo ve el futuro de las inversiones en activos alternativos en los próximos años?

Respecto a esta pregunta planteada sobre futuro de estas inversiones, los directivos se encuentran optimistas respecto a los próximos años. Consideran que, en los próximos años, la situación puede cambiar, ocasionando que la diversificación sea casi obligatoria en este tipo de inversores. Donde la propia caída de los mercados hará que el peso de otros activos, como el de los alternativos, aumente. Aquilino Peña explica, “si el *performance* de los fondos se mantiene alto, podemos decir, que van a tener mucho atractivo para inversores. A nivel oportunidades hay muchas tanto en capital privado, como en venture capital”. En 2019, el capital privado en España logró captar un volumen máximo histórico, siendo un 42% más que en el año 2018, según datos de ASCRI. Respecto a cómo es la perspectiva para España en términos de mayor crecimiento para este activo, Aquilino incide “en mi opinión incrementarse. Como digo, sigue habiendo multitud de oportunidades y si hay retornos, será una de las categorías estrella”.

h. Dentro del universo de los activos alternativos, una de las áreas con mayor crecimiento ha sido la de los activos reales, y en concreto, las infraestructuras. ¿Por qué considera que gran parte de estos proyectos son ahora financiados por fondos de infraestructuras en manos de inversores privados?

Con respecto al real estate, otro de los activos de mayor demanda en España, Iñigo Enrich, profesional en el sector, argumenta que la inversión en estos activos debería aumentar debido a que, independientemente del ciclo, estos sectores son eminentemente estables a lo largo del tiempo, por lo que a los acreedores les encanta financiarlos. Además, los actuales escenarios con tipos de interés bajos permiten una mayor inversión en estos activos por parte de inversores buscando estrategias *dividend yield*. Asimismo, comenta que en el mercado de real estate, los principales protagonistas de estos últimos años han sido las residencias de estudiantes, los hospitales y las residencias de ancianos.

- i. El sector de Venture Capital en España superó en 2019 cualquier máximo registrado: 737 millones de euros en 517 inversiones. ¿Cómo explica la madurez actual en este sector?

Aquilino y Javier, profesionales en el sector argumentan, que este crecimiento experimentado se debe a una combinación de factores. “Todavía no lo llamaría madurez, sino crecimiento. Estamos todavía en la “fase *teenager*” en nuestro mercado” comenta Aquilino. España se está posicionando como un mercado muy atractivo para construir compañías tecnológicas que atraigan a fondos de venture capital. Sin embargo, ambos hablan de una madurez experimentada en la calidad de esas compañías y de sus equipos. Además, Javier explica que cada vez más, los fondos de venture capital que están enfocados al mercado español, son apoyados por inversores institucionales con programas específicos como el Fond-ICO o el CDTI (Centro para el Desarrollo Industrial), e incide “España es el mercado europeo que mayor crecimiento ha experimentado desde 2012, en términos relativos”.

## 9. Conclusiones

Con el presente trabajo de investigación se ha tratado de analizar el crecimiento de la asignación a activos alternativos por parte de inversores institucionales, ya que del año 2007 al año 2018, los activos bajo gestión de la industria de los activos alternativos han pasado de los 5,7 billones de dólares hasta los 9,5 billones de dólares. Se ha podido comprobar que, a nivel global, la inversión en este tipo de activos, ha ido aumentando año a año. En relación al mercado español, los activos alternativos se van considerando cada vez más como opciones potenciales de inversión para fondos y empresas. Actualmente, la industria de los activos alternativos en España es muy pequeño comparado con el resto de países europeos, pero con gran potencial de crecimiento.

Cada categoría de activo, dentro de la inversión alternativa, incluye estructuras y estrategias diferentes, por lo tanto, no pueden considerarse como una inversión monolítica. Puesto que estos activos no están regulados por los mercados, las gestoras e inversores, pueden diseñar sus propias estrategias, consiguiendo alinear sus propósitos y objetivos de inversión. No obstante, estas inversiones presentan una serie de riesgos que el inversor debe tener en cuenta: menor liquidez, altas comisiones, varianza en los retornos entre los diferentes gestores, o que el análisis de las inversiones es más complejo y especializados, ya que los activos están poco analizados.

Ante la situación actual del mercado, protagonizada por bajos tipos de interés, los inversores se han mostrado motivados a buscar otras “alternativas” de inversión que les permitan obtener una mayor rentabilidad media, una mayor diversificación de la cartera, refugiarse ante la volatilidad del mercado o protegerse ante subidas de tipos de interés. Además, debido a otros eventos macroeconómicos, que han tenido un fuerte impacto en los mercados de renta variable, como el Brexit o la guerra comercial entre China y Estados Unidos, han agudizado la inseguridad por parte de los inversores a como iban a reaccionar los mercados, lo cual ha supuesto que estos optasen por un tipo de inversión diferente.

Es importante destacar, que el porcentaje de asignación de activos alternativos a cada cartera depende de la rentabilidad y el riesgo que el inversor esté dispuesto a asumir. Los inversores deben utilizar técnicas de optimización que les permitan tener una buena percepción de cómo incorporar ciertos activos alternativos en sus carteras, y aprovechar

los beneficios que estos activos les pueden ofrecer. Por ello, se ha observado que para conseguir una correcta diversificación de la cartera, el inversor debe atender a las distintas propiedades de los activos alternativos, ya que cada estrategia de inversión sostiene una correlación diferente con respecto a los activos tradicionales.

Es por esto, que se ha realizado un análisis sobre la asignación a activos alternativos, por parte de diferentes inversores institucionales en España: aseguradoras, fondos de pensiones y grandes *family offices*. Analizando sus carteras de inversión, se puede observar un aumento de la inversión en este tipo de activos, en sustitución de activos de renta fija o renta variable. Esto se puede ver afectado en el comportamiento de sus carteras, en relación a la rentabilidad y volatilidad. En concreto, los inversores seleccionados se centran principalmente en tres tipos de activos alternativos: capital privado, inversiones en real estate y deuda privada, aunque este último en menor proporción que los anteriores.

Las aseguradoras españolas destinan la mayor parte de sus recursos a deuda pública española, ya que el peso en sus carteras supera de media el 50%. Sin embargo, sin escapar del carácter conservador, algunas de las compañías de seguros más grandes de España, como Mapfre o Mutua Madrileña, llevan años realizando inversiones en activos alternativos, con pronósticos de incrementar esta asignación en los próximos años. Por otro lado, los fondos de pensiones españoles, están incorporando cada vez más activos alternativos en sus planes más populares. En concreto, tras el análisis realizado a los distintos planes de Caixabank y BBVA, se ha observado que a medida que se destina un porcentaje mayor de la cartera del plan a activos alternativos, se observa una mejora en términos de rentabilidad si se sustituyen activos de renta fija, y una mejora en relación al porcentaje de volatilidad si se sustituyen activos de renta variable. Por último, se ha experimentado un cambio muy importante en el total de la inversión a fondos de capital privado y *venture capital*, por parte de grandes *family offices* españoles, donde su inversión se incrementó el doble. Los activos alternativos, se han convertido en activos de preferencia de los grandes patrimonios, gracias al *extra* de rentabilidad que les ofrecen, sobre todo, en el entorno de bajos tipos de interés.

Por otro lado, se ha analizado la inversión de activos alternativos en los mercados emergentes, ya que estos constituyen una parte muy importante de la economía global. El mercado de los activos alternativos cada vez va logrando mayor importancia en mercados emergentes de Latinoamérica y Asia. En algunos países latinoamericanos se han levantado ciertas barreras y regulaciones, que han ayudado a la industria de los alternativos a aumentar su exposición a estos mercados, mientras que, por otro lado, en el mercado asiático se ha visto un gran crecimiento de la industria del *venture capital*, gracias al crecimiento de nuevas tecnologías y nuevos productos de innovación.

En definitiva, se ha demostrado que los activos alternativos se van, cada vez más, abriendo paso en las carteras de los distintos inversores institucionales. Sin duda, se han dado cuenta de que la correcta integración de estos activos en sus carteras les ayuda a hacer frente a las vulnerabilidades potenciales de su cartera de activos tradicionales. Los inversores institucionales españoles cada vez apuestan más por obtener una mayor diversificación en sus carteras, a pesar de que eso conlleve mayor riesgo, ya que ven que es una vía potencial para obtener rendimientos más elevados para sus partícipes. Por lo tanto, no se trata de sustituir simplemente activos tradicionales por activos alternativos en la cartera de inversión, sino de integrarlos de manera acorde.

## 10. Bibliografía

**AFI, Aberdeen Standard Investments, 2019.** *Estudio inversión en activos alternativos*, s.l.: AFI.

**Altamar Capital Partners, 2019.** *Inversión en Activos Alternativos*, s.l.: s.n.

**Artá Capital, 2020.** *Estrategia de inversión*.

Disponible en: <http://www.artacapital.com/estrategia-inversion.asp> [Último acceso: Abril 2020].

**Ascri, 2019.** *Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España 2019*: Ascri.

**BBVA Asset Management, 2020.** *BBVA Asset Management*.

Disponible en: <https://bbvaassetmanagement.com/es/covid-19-actualidad-de-mercado16-03-2020/>

**BBVA Asset Management, 2020.** *Catálogo de planes de pensiones*. Disponible

en: <https://bbvaassetmanagement.com/es/particulares/planes-dependencias/mixtos/> [Último acceso: Abril 2020].

**BCE Statistical Warehouse, 2020.** *GDP in prices of the previous year*.

Disponible en: <http://sdw.ecb.europa.eu> [Último acceso: 16 Febrero 2020].

**Blackstone, 2019.** *Seeking an alternative: Understanding and Allocating to Alternative Investments*, s.l.: BlackStone Advisory Partners L.P.

**Caixabank, 2020.** *Catálogo de Planes de Pensiones*.

Disponible en: [https://www4.caixabank.es/apl/planes/catalogo.index\\_es.html](https://www4.caixabank.es/apl/planes/catalogo.index_es.html) [Último acceso: Abril 2020].

**Cinco Días, 2020.** *Rentabilidad de un 2019 extraordinario*.

Disponible en:

[https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/01/15/el\\_color\\_de\\_los\\_mercados/1579089559\\_175054.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/01/15/el_color_de_los_mercados/1579089559_175054.html)



**CincoDías, 2020.** *Pontegadea: así es el rentable vehículo de inversión en ladrillo de Amancio Ortega.* Disponible en: [https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/03/12/companias/1584015899\\_996363.html](https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/03/12/companias/1584015899_996363.html) [Último acceso: Abril 2020].

**Confidencial, E., 2020.** *El Confidencial.* Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/mercados/el-valor-anadido/2020-03-12/mercado-roto-pasando-falta-arreglarlo\\_2495291/](https://www.elconfidencial.com/mercados/el-valor-anadido/2020-03-12/mercado-roto-pasando-falta-arreglarlo_2495291/)

**Datosmacro.com, 2020.** *Tipos de interés BCE.* Disponible en: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/zona-euro> [Último acceso: 16 Febrero 2020].

**Dirección General de Seguros y Planes de Pensiones, 2019.** *Boletín de Información Trimestral de Planes y Fondos de Pensiones Segundo Trimestre 2019*, s.l.: Ministerio de Economía y Empresa.

**EMPEA, 2019.** *Industry Statistics Mid-Year 2019*, s.l.: EMPEA.

**Economipedia, s.f.** *Hedge Funds.* Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/hedge-fund.html> [Último acceso: 14 Diciembre 2019].

**Economipedia, s.f.** *SOCIMI.* Disponible en: <https://economipedia.com/definiciones/socimi.html> [Último acceso: 14 Diciembre 2019].

**El Economista, 2018.** *Mutua Madrileña y Ardian compran dos parques eólicos en España.* Disponible en: <https://www.eleconomista.es/energia/noticias/9277357/07/18/MutuaMadrilena-y-Ardian-compran-dos-parques-eolicos-en-Espana.html> [Último acceso: 26 Marzo 2020].

**El Independiente, 2018.** *Los inversores buscan el mejor destino en los mercados emergentes.* Disponible en: <https://www.elindependiente.com/economia/2018/07/22/inversores-mejor-destinomercados-emergentes/> [Último acceso: Abril 2020].

**Europapress, 2019.** *El BCE mantiene sin cambios los tipos de interés y las compras de activos.*

Disponible en: <https://www.europapress.es/economia/finanzas-00340/noticia-bcemantiene-cambios-tipos-interes-compras-activos-20191212135115.html>

[Último acceso: 15 Febrero 2020].

**European Central Bank, s.f.** *Statistical Data Warehouse.*

Disponible en: <https://sdw.ecb.europa.eu/> [Último acceso: 10 Febrero 2020].

**Eurostat, 2020.** *Intra-EU28 trade, by Member State, total product.* Disponible en: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tet00047&language=en>

[Último acceso: 15 Febrero 2020].

**Expansión, 2017.** *Mutua compra a Corpfín el 24% de los gimnasios Go fit.*

Disponible en:

<https://www.expansion.com/directivos/deportenegocio/2017/04/19/58f6759cca4741f6148b4640.html> [Accessed 26 Marzo 2020].

**Expansión, n.d.** *datosmacro.com.*

Disponible en: <https://datosmacro.expansion.com/tipo-interes/zona-euro> [Último acceso: 10 Febrero 2020].

**Fidelity International, 2019.** *Investment Outlook: Fidelity Investing's market and investment view*, s.l.: Fidelity International.

**Finect, 2019.** *Mutua Madrileña: "Estamos aumentando las inversiones alternativas ante la falta de rentabilidad de los mercados".*

Disponible en: <https://www.finect.com/usuario/Kaloxa/articulos/mutua-madrilenaestamos-aumentando-peso-inversion-alternativa-falta-rentabilidad-mercados> [Último acceso: 19 Marzo 2020].

**Fred Economic Data, n.d.** *10-year Treasury Constant Maturity Rate.* [Online] Available at: <https://fred.stlouisfed.org/series/GS10>

**Giménez, Ó., 2019.** *El Confidencial.*

Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-12-31/mercados-2019sorpresa-retornos-pesimista\\_2394519/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-12-31/mercados-2019sorpresa-retornos-pesimista_2394519/)

**ICEA, 2019.** *Distribución de las carteras de inversión. Diciembre 2018.*

Disponible en: <https://www.icea.es/es-ES/noticias/Noticias/Noticias0319/Dia-27/cartera-inversiones.aspx>

[Último acceso: 16 Marzo 2020].

**ICEA, 2020.** *Distribución de la Cartera de Inversión. Diciembre 2019.*

Disponible en: <https://www.icea.es/es-ES/noticias/Noticias/Noticias0420/Dia-01/cartera-inversiones.aspx>

[Último acceso: 16 Marzo 2020].

**ICEA, 2020.** *Ranking Grupos Aseguradores de España.*

Disponible en: <https://www.puntoseguro.com/ranking-de-los-20-primeros-gruposaseguradores-de-espa-a/>

**Inverco, 2019.** *Datos de Fondos de Pensiones.*

Disponible en: <http://www.inverco.es/archivosdb/1912-fp-diciembre-2019.pdf> [Accessed 2 Abril 2020].

**Inverco, 2019.** *Los fondos de inversión cierran 2019 con récord histórico en rentabilidad anual*

Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-12-27/los-fondos-deinversion-cierran-2019-con-record-historico-en-rentabilidad-anual\\_2392512/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-12-27/los-fondos-deinversion-cierran-2019-con-record-historico-en-rentabilidad-anual_2392512/)

[Último acceso: 28 Febrero 2020].

**J.P.Morgan Asset Management, 2019.** *Market Insights: On the minds of investors, Why invest in alternative assets?*, s.l.: J.P.Morgan Asset Management.

**Mckinsey & Company, 2019.** *Private Markets come of age: McKinsey Global Private Markets Review*, s.l.: McKinsey & Company.

**Mckinsey, 2012.** *The Mainstream of Alternative Investments*, s.l.: Mackinsey.

**Ministerio del Comercio, 2019.** *Perspectivas de la economía mundial para 2019*, s.l.: Banco de España.

**Ministerio de Economía y Empresa, 2018.** *Seguros y Fondos de Pensiones*, s.l.: Gobierno de España. Dirección general de Seguros y Fondos de Pensiones.

**Moreno, Á., 2019.** *Los fondos de inversión cierran 2019 con récord histórico en rentabilidad anual.*

Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-12-27/los-fondos-de-inversion-cierran-2019-con-record-historico-en-rentabilidad-anual\\_2392512/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2019-12-27/los-fondos-de-inversion-cierran-2019-con-record-historico-en-rentabilidad-anual_2392512/)

**Morgan Stanley Wealth Management, 2019.** *On the Markets*, s.l.: Morgan Stanley.

**Mundial, B., 2020.** *Banco Mundial.org.*

Disponible en: <https://www.bancomundial.org/es/news/feature/2020/01/08/january2020-global-economic-prospects-slow-growth-policy-challenges>

**Mutua Madrileña, 2020.** *Mutua entra en el capital de Alantra Asset Management como socio de referencia para acelerar su expansión*

Disponible en: <https://www.grupomutua.es/sala-de-prensa/actualidad/mutua-adquiereel-20-por-ciento-de-alantra-asset-management/> [Último acceso: 25 Marzo 2020].

**Omega Capital, 2020.** *Principios de inversión.*

Disponible en: <http://www.omega-gi.com/OmegaGestion/estilo.htm> [Último acceso: Abril 2020].

**Preqin, 2019.** *Preqin Investor Update: Alternative Asset H2 2019*, s.l.: Preqin.

**Preqin, 2019.** *Preqin Private Markets in Focus: Private Equity & Venture Capital in Asia*, s.l.: Preqin.

**Private Equity International, 2018.** *Latin America opens the door for investors*, s.l.: Private Equity International.

**Refinitiv, 2019.** *Market Voice: A look ahead to markets in 2020.*

Disponible en: <https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/market-voice-a-look-ahead-to-markets-in-2020/>

[Último acceso: 12 Febrero 2020].

**Refinitiv, 2019.** *Trade wars: Investors remain positive on China.*

Disponible en: <https://www.refinitiv.com/perspectives/market-insights/trade-wars-investment-in-china-still-positive/> [Último acceso: 12 Febrero 2020].

**Schroders, 2019.** *Estudio de Inversión Institucional 2019 Activos Privados.*

Disponible en: <https://www.schroders.com/es/es/inversores-profesionales/vision-demercado/estudio-de-inversion-institucional/activos-privados/> [Último acceso: Abril 2020].

**Servicio de Estudios de MAPFRE, 2019.** *El mercado español de seguros en 2018,* Madrid: Fundación MAPFRE.

**Servicio de Estudios de MAPFRE, 2020.** *Inversiones del sector asegurador,* Madrid: Fundación Mapfre.

**Torreal, S.A, 2020.** *Estrategia de inversión.*

Disponible en: <https://www.torreal.com/es/estrategia-de-inversion/> [Último acceso: Abril 2020].

**UBS, 2014.** *Alternative Investments: A closer look to alternative investments,* s.l.: UBS

**UBS, 2019.** *The Global Family Office Report,* s.l.: UBS.

**Yahoo Finance, 2020.** *S&P 500 Historical Data.*

Disponible en: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EGSPC/history/> [Último acceso: 25 February 2020].

## Anexos

### Anexo 1. Entrevistas Directores

#### Preguntas.

1. ¿Cuáles cree que son las principales ventajas de las inversiones alternativas frente a las tradicionales
2. ¿Cuáles son los mayores retos a los que se enfrenta un inversor con respecto a las inversiones en alternativos?
3. Considera que, debido a eventos macroeconómicos como el Brexit, o la guerra comercial entre China y Estados Unidos, que estuvieron muy presentes en 2019; ¿los inversores se vieron más motivados a incrementar sus compromisos de inversión en este tipo de activos?
4. ¿Cuáles cree que son las principales razones por las que los inversores optan por incluir activos alternativos en sus carteras?
5. A los inversores institucionales españoles se les califica con un perfil de riesgo conservador; ¿Cree que está cada vez más preparado para dar ese paso hacia los activos alternativos?
6. En España, ¿Cuáles son los activos con mayor demanda en la actualidad? ¿Cuáles son los que despiertan más interés entre los clientes?
7. ¿Cómo puede afectar a la demanda por esta clase de activos la bajada potencial de los tipos de interés?
8. El año 2019, ha sido un año excepcionalmente positivo para los mercados financieros nacionales e internacionales, con elevadas rentabilidades generalizadas en los mercados de acciones y Renta Fija. Aún así, la inversión en activos alternativos en España ha crecido considerablemente este año, ¿A qué se ha debido?
9. ¿Cómo ve el futuro de las inversiones en activos alternativos en los próximos años?
10. Dentro del universo de los activos alternativos, una de las áreas con mayor crecimiento ha sido la de los activos reales, y en concreto, las infraestructuras. ¿Por qué considera que gran parte de estos proyectos son ahora financiados por fondos de infraestructuras en manos de inversores privados?
11. En 2019 el Capital Privado en España logró captar un volumen máximo histórico, un 42% más que en el año 2018, sumando un total de 680 operaciones según Ascri. ¿Cuál es la perspectiva para España respecto a mantener o incrementar estas cifras de crecimiento?
12. El sector de Venture Capital en España superó en 2019 cualquier máximo registrado: 737 millones de euros en 517 inversiones. ¿Cómo explica la madurez actual en este sector?

## Respuestas directoras.

### Álvaro Garteiz Castellanos, Consejero Director General y Director del Departamento de Cotizadas, Torreal S.A

1. Este tipo de inversiones pueden ofrecer a los inversores una serie de ventajas, en principio tienen menos volatilidad. Suelen tener “lock-up” que permiten al gestor ajustar el vencimiento de sus inversiones al vencimiento del fondo. Además, no sufres como inversor el impacto de entradas y sobretodo de salidas en los fondos en momentos de escasa liquidez. Por otro lado, se debería conseguir reducir la correlación en momentos de Stress.
2. Considero que puede ser la alta iliquidez, la falta de “track-record”, que los inversores se tienen que enfrentar a comisiones muy altas y por otro lado los conflictos de interés. Esta última la considero muy importante por varias razones. En primer lugar, el gestor puede estar tentado a vender algo para mostrar resultados y lanzar nuevo fondo a pesar de no ser el mejor momento. En segundo lugar, puede darse el caso de que el gestor siga alargando en exceso unas inversiones para seguir cobrando cuando ven que no van a poder lanzar nuevo fondo. Y por último, existen ocasiones que compran desde un fondo participadas de un fondo anterior o incluso
3. No creo que esos eventos hayan tenido un gran impacto. Considero que el principal motivo del boom son **las políticas monetarias ultra- laxas**. Los inversores no encuentran suficiente rentabilidad y están yendo a un nivel de riesgo superior (evitando la volatilidad de los mercados, pero aceptando otros riesgos)
4. En la mayoría de los casos evitar la volatilidad y los tipos ultra bajos con los que nos encontramos.
5. Creo que todavía les está costando un poco. Sin embargo, el inversor institucional español se ve cada vez más empujado hacia este tipo de activos, por los tipos muy bajos y por los asesores que están intentando colocar productos de mayor margen.
6. En España, las principales operaciones están protagonizadas por fondos de capital privado. Pero también han tenido gran auge los Hedge Funds y fondos de Venture Capital.
7. Los tipos están en negativo, si hablamos de riesgo, creo que sería que suban. El riesgo es que suban; muchos fondos de Real Estate e infraestructuras están súper apalancados y han invertido en proyectos de baja rentabilidad (consiguiendo rentabilidad decente a base de apalancamiento).

8. El año 2019 fue muy bueno pero es que el 2018 fue muy malo. Después de años sin volatilidad, estamos viviendo un rebote. Por otro el crecimiento de la inversión en alternativos ha sido también por esa promesa de rentabilidad sin correlación y también por banqueros colocando cada vez más estos productos por su mayor margen.
9. Pienso que depende del tipo de activo y lo que hagan los tipos de interés. Generalmente después de un boom viene un “bust” y son productos para inversores no para ahorradores. Creo que va a ver disgustos para muchos. Sin embargo, generalmente los inversores que se decantan por este tipo de activos están satisfechos por los resultados.
10. Este tipo de activos son perfectos en un escenario de tipos bajos. Obtienen financiación “Project finance” y aparentemente tienen muy buena rentabilidad con muy poco riesgo.
11. Buenas rentabilidades y voluntad del canal de colocar estos productos a ahorradores.

#### **Iñigo Enrich – Consejero Director de CBRE España, Director producto Oficinas**

1. El Sector de Productos Alternativos de Real Estate es un sector en pleno proceso expansivo y de concentración con gaps muy fuertes entre oferta y demanda. Muchos de los activos inmobiliarios de estos sectores alternativos se basan más en demanda y no tanto en necesidades, por eso están menos expuestos a los ciclos económicos
2. Al tratarse de un negocio que denominamos OPRE (Operating Real Estate), el principal reto es entender el negocio operativo detrás de cada activo. Estos sectores son industrias en sí mismos, el Inmobiliario no tiene un valor intrínseco en sí mismo, sino que depende de lo que el negocio operativo le pueda aportar.
3. Efectos Macroeconómicos han hecho, en casos puntuales, que algunos fondos fijaran sus objetivos en inversión de Real Estate fuera de los mercados que comentas, siendo Europa y concretamente España destinatario de grandes inversiones en el Inmobiliario.
4. En el caso de Real Estate, principalmente por diversificar el peso en sus carteras habituales, compuestas generalmente por activos tradicionales (oficinas, Retail o Logístico). Gracias a la gran liquidez existente en el mercado, además del entorno protagonizado por bajos tipos de interés están incentivando mucho la inversión en Inmobiliario.



5. A los todavía muy conservadores españoles los veo lejos de acometer inversiones en alternativos. Sus carteras están muy consolidadas en activos tradicionales. Como habíamos comentado anteriormente se necesitan gestores muy expertos en negocios operativos y estos inversores no tienen estos perfiles actualmente.
6. Considero que los activos de mayor demanda en España, es el Capital Privado, Hedge Funds y Real Estate. Concretamente, en el mercado de Real Estate, los *Senior Housing*, Hospitales y Residencias de Estudiantes están siendo los protagonistas durante los dos últimos años
7. Una bajada de tipos de interés es francamente favorable, dado que estos sectores son eminentemente estables a lo largo del tiempo, independientemente del ciclo, por lo que a los *lenders* le encanta financiarlos, estableciendo estructuras de *deuda bullet*, por lo que en escenarios de tipos de interés bajos permite una mayor inversión en estos activos por parte de inversiones buscando *dividend yield strategies*
8. El incremento en la inversión viene producido por varios motivos: (i) un claro gap entre oferta y demanda (ii) un entendimiento por parte de los inversores del carácter acíclico de estos sectores (iii) una elevada liquidez buscando rentabilidades seguras pero mayores que la clásica renta fija, siendo estos sectores muy seguros por su estabilidad (iv) unos tipos de deuda bajos favoreciendo la inversión (v) una profesionalización y especialización de los inversores, que ya han invertido en estos sectores en otras geografías más maduras, eminentemente en el mundo anglosajón.
9. En los próximos años, las cosas pueden cambiar y la diversificación puede ser un “must” en este tipo de inversores, también provocado porque los gestores de estas compañías tengan otros perfiles y el dinero más exigente. La inversión en estos activos será muy activa en inversiones directas en activos con crecimientos de doble dígito en volúmenes de inversión. También empezaremos a ver operaciones corporativas más recurrentemente.

### **Javier Torremocha - Socio Fundador y Managing Director de Kibo Ventures**

1. De manera más general ofrecen a los inversores invertir en activos no representados en mercados cotizados. Además, considero que en muchos casos, una de las ventajas principales de la inversión en alternativos es la descorrelación que tienen con los mercados, además de la diversificación que añaden a las carteras. Por otro lado, en casos como Private Equity y Venture Capital, no requiere un *mark-to-market*.

2. Considero que los mayores retos a los que se enfrenta un inversor son la iliquidez que presentan este tipo de activos, y que se requiere un tamaño mínimo de las inversiones, por lo que muchos inversores, sobre todo inversores particulares, no pueden acceder a este tipo de inversiones. Por otro lado, las altas comisiones a las que los inversores se tienen que enfrentar.
3. Puede ser. Estos eventos han tenido un fuerte impacto en los mercados de renta variable y además los inversores se encontraban inseguros sobre cómo iban a reaccionar a esto. Esa inseguridad es la que lleva a muchos inversores, sobre todo institucionales a optar por un tipo de inversión diferente, descorrelacionada con los mercados.
4. Las razones son claras y generalizadas: una mayor diversificación, rentabilidad y descorrelación con otros activos.
5. A diferencia del inversor *retail*, que no está preparado para comprometer inversiones a 10 años vista con elevada iliquidez, el inversor institucional suele entender mejor este tipo de activos, lo liga a sus propios cash-flows y a sus necesidades de liquidez. El hecho de ser conservador, no implica que no pueda invertir en alternativos, ya que añade descorrelación a sus carteras y puede dotarle de rentabilidades que les permitan, al menos, batir a la inflación y mantener la capacidad adquisitiva de sus carteras.
6. Los hedge funds, fondos de private equity, fondos de fondos de venture capital.
7. Con los tipos actuales, es imposible sacar rentabilidad de cuenta corriente o fondos monetarios. Incluso para institucionales, la rentabilidad es negativa. Con los tipos actuales, y más teniendo en cuenta la crisis del Covid-19, la exposición a alternativos en las carteras debería aumentar de forma considerable. Hay mercados (por ejemplo, Noruega, Dinamarca, Holanda, Canadá, US...) e instituciones (endowments de universidades, fondos de pensiones...) que ya cuentan con una fuerte exposición a alternativos, pero en general queda todavía mucho potencial.
8. La exposición de las carteras a renta variable es, en general, baja. Sobre todo en las carteras institucionales de planes de pensiones, mutualidades, aseguradoras, etc, con muchísima liquidez y poca exposición a alternativos. Si quieren obtener rentabilidades mínimas que permitan, al menos, batir a la inflación, deben buscar activos poco correlacionados con los mercados y con rentabilidades objetivo mayores.
9. En el entorno de tipos actual, con los precios de los activos inmobiliarios en máximos, el peso de los alternativos en las carteras debería aumentar de forma significativa.
10. España es el mercado europeo que mayor crecimiento ha experimentado desde 2012, en términos relativos. Esto se debe a una combinación de factores: la madurez experimentada del ecosistema y calidad de los equipos y compañías; los fondos de venture capital enfocados al mercado español, apoyados por inversores

institucionales y programas específicos (FondoICO, CDTI); por el creciente interés de fondos de Venture Capital internacionales, tanto europeos como de EEUU; por el peso, cada vez mayor, del *corporate venture capital*; y por “exits” relevantes en nuestro mercado.

**Aquilino Peña, Socio Fundador y Managing Director de Kibo Ventures y Vicepresidente de ASCRI**

1. Mayor rentabilidad media y si se eligen bien las inversiones la rentabilidad es muy superior a la de activos mas tradicionales como renta variable o renta fija Suponen inyectar capital en la economía real (Venture Capital y Private Equity) con impacto en mayores crecimientos para las compañías, mas creación de empleo y mas impuestos pagados Menor volatilidad de los retornos a eventos macro
2. El principal reto es la iliquidez en Venture Capital, Private Equity y Real Estate También la varianza en retornos entre los diferentes gestores El análisis de las inversiones es más complejo y especialista
3. Estos eventos han tenido un importante impacto en renta variable, ahora también por las caídas provocadas por la crisis del coronavirus, y renta fija. Los alternativos a ser a largo plazo pueden ser una compra oportunista. Por ejemplo, en periodos de crisis hay más emprendedores, los múltiplos de las compañías bajan y el Real Estate está más barato. Ajustes en el corto plazo pueden ser magníficas oportunidades de compra.
4. Rentabilidad, Menor volatilidad, Mayor sofisticación de su oferta
5. Cada vez se invierte más por parte de los institucionales, pero estamos todavía muy lejos de otros mercados más sofisticados. Las razones de no inversión son necesidades de análisis especialista y tamaño relativamente pequeño de cada oportunidad que hace que requiera costes de análisis de las oportunidades.
6. Real Estate, (somos un país muy de Real Estate); Private Equity; Fondos de Fondos, tanto Private Equity como Venture Capital; Venture Capital, está creciendo mucho, pero todavía minoritario
7. De manera muy positiva. Mantener dinero en “cash” va a pasar a costar dinero y en este entorno hay que tenerlo invertido. Y por las razones anteriores parece que los activos alternativos van a verse reforzados, sobre todo con bolsas en máximos y muy perjudicadas, y en estos momentos todavía más por la crisis del COVID.
8. Ante sesos máximos los inversores esperan un “crash” (que ha venido por el COVID) por lo que muchos inversores han liquidado carteras y las han invertido en alternativos y han mantenido mucha liquidez (Ver respuesta anterior).

9. Una de las categorías va a subir claramente, tanto el capital privado, como el Venture Capital se encuentran en máximos actualmente. Por otro lado, si el *performance* de los fondos se mantiene alto, podemos decir que van a tener mucho atractivo para inversores.  
A nivel oportunidades hay muchas tanto en capital privado, como en Venture Capital.
10. En mi opinión incrementarse (Ver respuesta anterior). Como digo sigue habiendo multitud de oportunidades y si hay retornos será una de las categorías estrella.
11. Todavía no lo llamaría madurez, sino crecimiento. Estamos todavía en la “fase *teenager*” en nuestro mercado. España se está posicionando como un gran sitio para construir compañías de *Tech* que atraigan fondos de venture capital. Si los fondos damos retornos deberíamos crecer. Como % del PIB o como € invertidos/capital, estamos todavía por debajo de países muy cercanos.  
Además de inversores tradicionales están entrando muchos *corporates*, lo cual es algo muy positivo. Las salidas o desinversiones todavía es el punto débil del sector ya que hay pocas. Considero que, España se tiene que posicionar como un claro “cabeza de ratón” o claro mercado de referencia de los grandes tradicionales en venture capital: por detrás de Reino Unido, Alemania, Francia y *Nordics*.

### **José María Amusatogui, Socio Fundador y CEO de Cygnus Asset Management**

1. Su descorrelación. Además, hay buenos gestores y buenos ciclos, que hacen que puedan tener mejores retornos.
2. Entender el activo y seleccionar la estrategia y al gestor.
3. Si ha aumentado el interés en Alternativos en parte como protección ante posibles caídas en los mercados. Sobre todo, ha sido así en private equity, real estate y venture capital.
4. Les baja la volatilidad, y si seleccionan bien, les suben los retornos. Ya en 2016, el crecimiento de los alternativos dobló al de los tradicionales, en parte por la obtención de unas rentabilidades mayores, por una menor volatilidad frente a los activos tradicionales (esto les hace más atractivos en momentos de recesión del mercado) y también, gracias a su flexibilidad y la posibilidad de ajustarse a las necesidades concretas de los inversores. Esta serie de ventajas, son las razones por las que los inversores han optado por complementar sus carteras con alternativos.
5. Sí, creo que han avanzado mucho en este tipo de inversiones. A diferencia de los inversores retail, estos están mucho más preparados para afrontar inversiones en este tipo de activos. Sin embargo, en los últimos años les ha beneficiado mucho tener bonos y bolsa.

6. Sin duda, el capital privado e Infraestructuras. Pero cada vez invierten más en Hedge Funds.
7. Considero que les va a afectar de manera positiva. Los tipos de interés son una de las variables más importantes a la hora de invertir; por lo que ante este entorno de tipos muy bajos la inversión en alternativos se va a ver reforzada, ya que los inversores apuestan por riesgos mayores
8. En 2019, los mercados estaban con valoraciones muy altas (ahora ya no, claro). El inversor institucional, generalmente, tiene una exposición muy baja a renta variable, como decía antes, los inversores buscaban diversificación y protección.
9. Pues con la que está cayendo es difícil saber que va a pasar. Los inversores irán primero a activos refugio, como cash u oro. Luego deberían hacer portfolios más diversificados, creo yo. La propia caída de los mercados hace que el peso de los alternativos aumente