



**Afi** Analistas Financieros  
Internacionales

# Inversión en **activos alternativos**

---

2022



# Resumen ejecutivo

## Poder de diversificación

Los activos alternativos mejoran la diversificación de las carteras invertidas en activos tradicionales gracias al acceso nuevas fuentes de rentabilidad / riesgo:

- Economía real
- Transacciones complejas
- Negociación bilateral
- Acceso a nichos de mercado
- Situaciones especiales
- Capacidad de originación
- Apalancamiento
- Involucración en la gestión de los activos
- Ilíquidez



## Menor liquidez

Los activos alternativos se negocian en los mercados privados. Y si se negocian en los mercados organizados, habitualmente tienen poca liquidez.

## Dispersión de resultados

Mayor dispersión de resultados entre gestores dadas las menores restricciones y las mayores fuentes de rentabilidad – riesgo. De ahí, la mayor importancia de la selección del gestor.

*Senior Loans*

*Direct Lending*

*Private Equity*

*Venture Capital*

*Infraestructuras*

*Real Estate*

*Cat Bonds*

*Litigation finance*

*Marketplace lending*

*Royalties*

*Pólizas de vida*

*Aircraft Leasing*

	Riesgo Crédito	Riesgo Mercado	Correlación Renta Variable	Correlación Renta Fija	Estabilidad de flujos	Potencial de revalorización	Correlación ciclo económico	Plazo de inversión	Liquidez	Protección contra la inflación
<b>Deuda</b>										
Senior Loans	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Direct Lending	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Infraestructuras (Debt)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Real Estate (Debt)	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Cat Bonds	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Marketplace Lending	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
<b>Equity</b>										
<i>Private Equity</i>										
Venture Capital	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Growth	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Buyouts	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Special Situation	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
<b>Activos Reales</b>										
<i>Real Estate</i>										
Core	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Value Add	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Oportunístico	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
<i>Infraestructuras</i>										
Reguladas	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Disponibilidad	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Demanda	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
<i>Core</i>										
Core	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Value Add	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Oportunístico	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
<i>Aircraft Leasing</i>										
Aircraft Leasing	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
<b>Otros</b>										
Pólizas de vida	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Litigation Finance	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Royalties	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

Fuente: Afi

Nota. Desde el punto de vista de gestión de carteras:



# Índice de contenidos

## 1. Introducción

1. Actual entorno macroeconómico: rentabilidades decrecientes
2. Las limitaciones de la gestión tradicional
3. ¿Qué maneras existen para afrontar este escenario?

## 2. Activos alternativos

1. Definición de activo alternativo
2. Principales características
3. Evolución del mercado

## 3. Universo de activos alternativos

1. *Direct Lending*
2. *Senio Loans*
3. *Bonos catástrofe (catastrophe bonds)*
4. *Infraestructuras (Debt / Equity)*
5. *Real Estate (Debt / Equity)*
6. *Private Equity*

7. *Aircraft Leasing / Transport Renting*

8. *Litigation Finance*

9. *Marketplace Lending (peer to peer lending)*

10. *Royalties*

11. *Pólizas de vida (life settlements)*

## 4. ¿Qué es un activo alternativo cotizado?

## 5. Gestión de carteras

1. Análisis cuantitativo
2. Carteras modelo
3. Frontera eficiente
4. Ratio de diversificación

## 6. Termómetro de mercado

# 1

## Introducción

1. Actual entorno macroeconómico
2. Las limitaciones de la gestión tradicional
3. Activos alternativos para acceder a nuevas fuentes de rentabilidad

## 1. 1. Actual entorno macroeconómico

1

**Tipos de interés reales  
en cotas muy  
reducidas**

2

**Pérdida de poder  
adquisitivo**

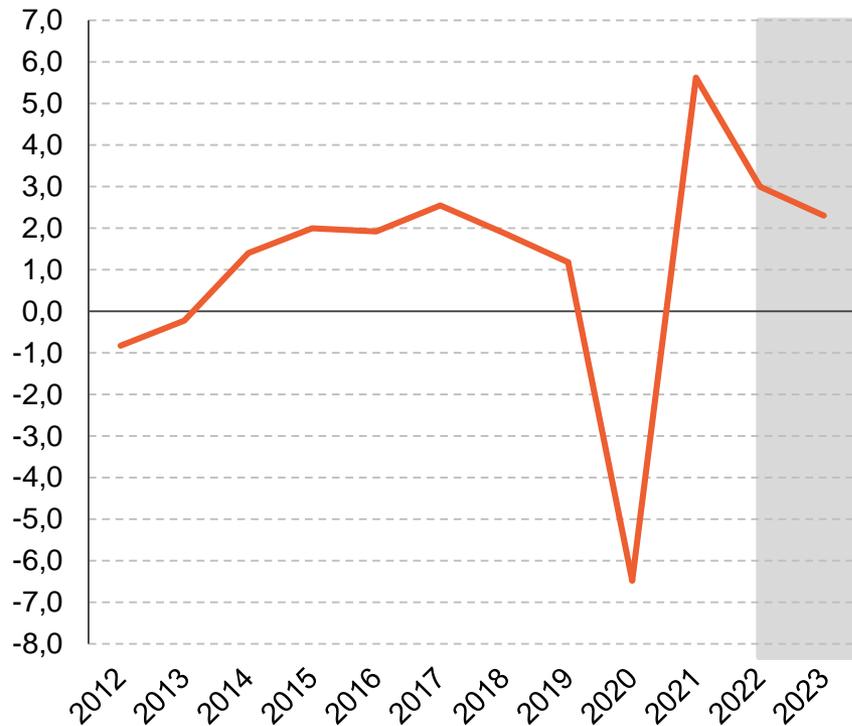
3

**Desaceleración del  
ciclo económico**

# 1. 1. Actual entorno macroeconómico

## 3 Desaceleración del crecimiento económico

Evolución del crecimiento del PIB Área euro (%) y previsión Afi



Fuente: Banco de España, Afi.

### Claves:

- Deterioro acelerado del ciclo macroeconómico global.
- Elevado endeudamiento.
- Longevidad.
- Tensiones geopolíticas.
  - ✓ Guerra en Ucrania
  - ✓ Fragmentación EU
  - ✓ Relación EEUU - China

# 1. 1. Actual entorno macroeconómico

## 5 Pérdida de poder adquisitivo

Evolución de la inflación en Área Euro y previsión Afi



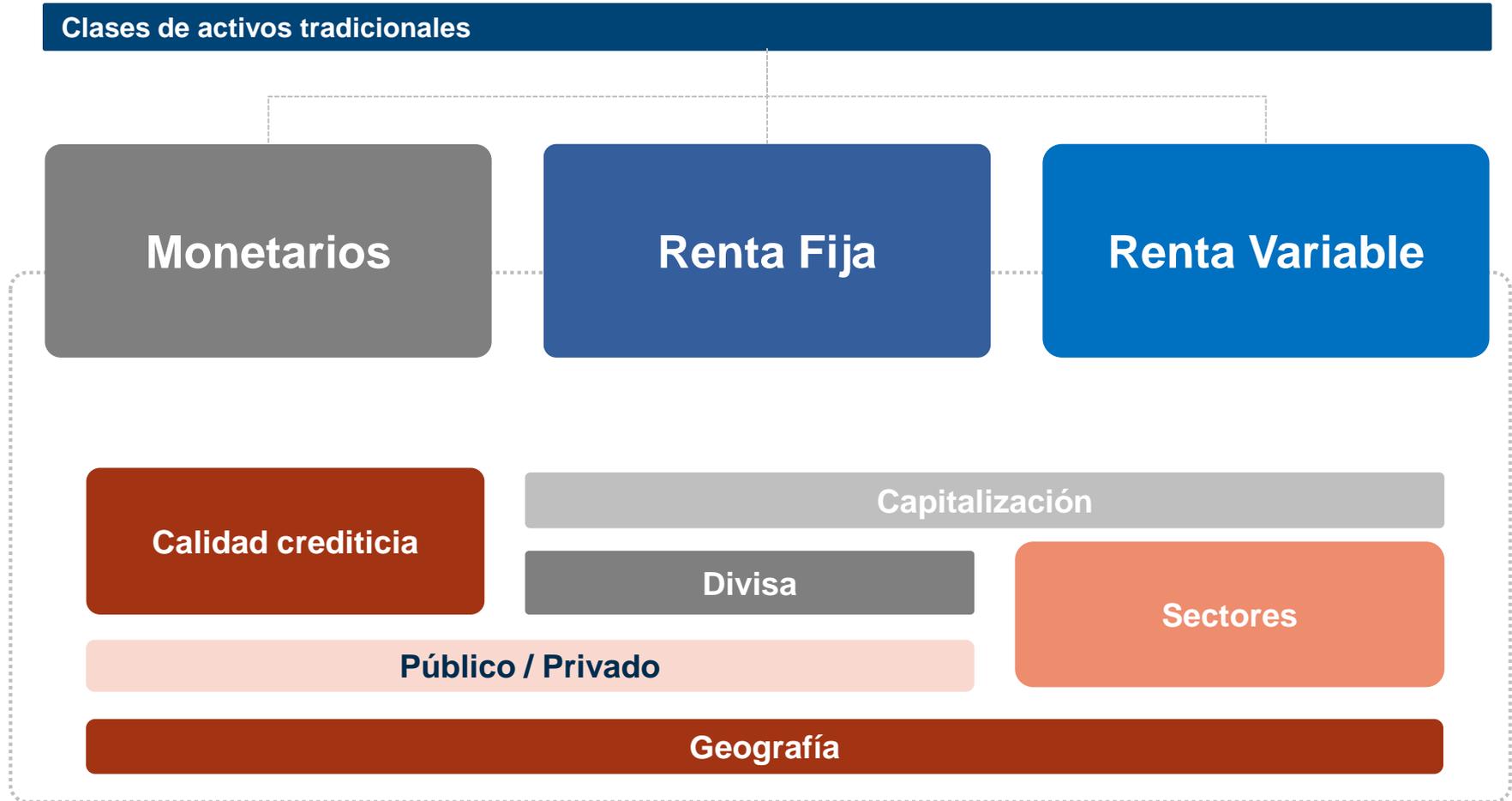
Fuente: BCE, Macrobond, Afi.

Tipo de interés reales negativos

=

Pérdida del poder adquisitivo

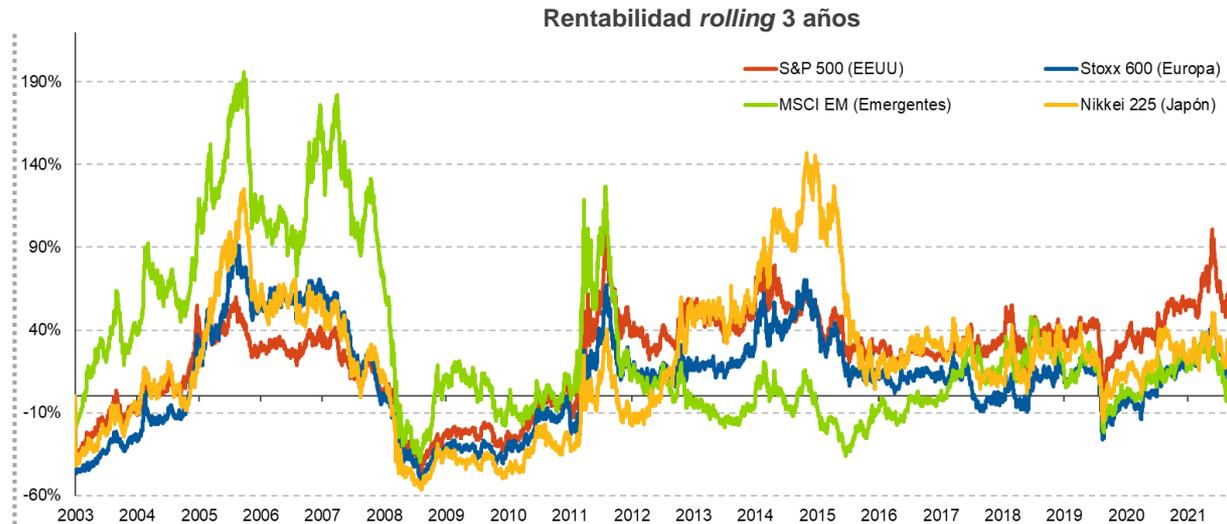
## 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional



# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 1 Geografía

Aún invirtiendo en distintas zonas geográficas, el efecto diversificación es reducido



Fuente: Afi a partir de Bloomberg. Datos diarios a junio de 2022.

Matriz de correlaciones

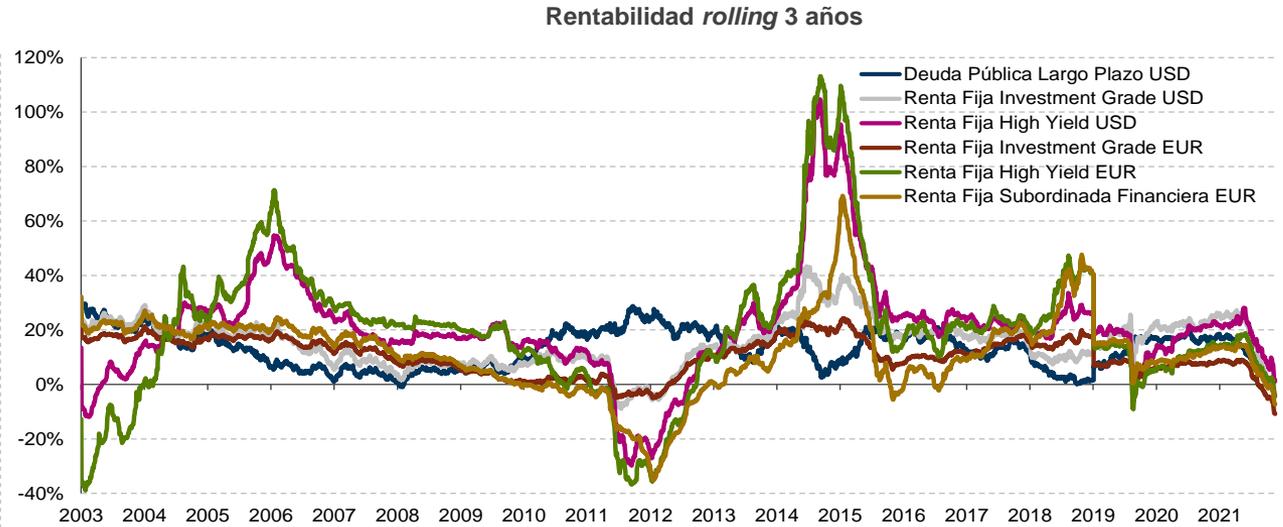
	1	2	3	4
1 S&P 500	1,00			
2 Stoxx 600	0,82	1,00		
3 MSCI EM	0,69	0,72	1,00	
4 Nikkei 225	0,60	0,65	0,65	1,00

Fuente: Afi a partir de Bloomberg. Datos semanales a junio de 2022.

# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 2 Renta Fija

La rentabilidad de la renta fija sigue una tendencia similar en zonas geográficas distintas y en bonos de diferente calidad crediticia. Únicamente la deuda pública *core* tiene correlación reducida o incluso negativa



Fuente: Afi a partir de Bloomberg. Datos diarios a julio de 2019.

Matriz de correlaciones

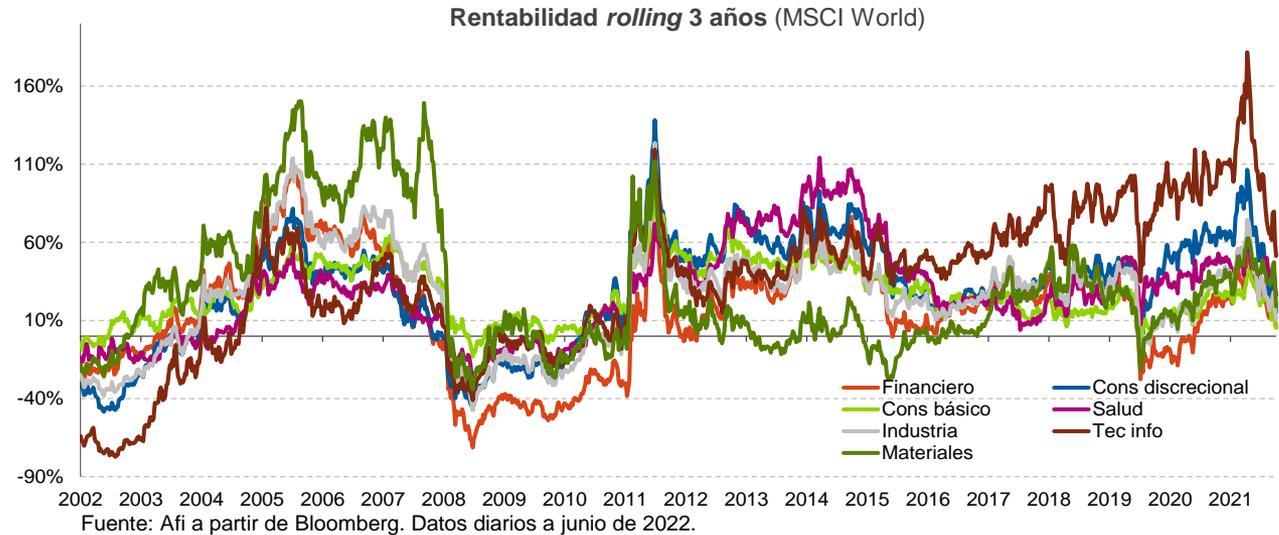
	1	2	3	4	5	6
1 DP LP USD	1,00					
2 RF IG USD	0,68	1,00				
3 RF HY USD	-0,09	0,49	1,00			
4 RF IG EUR	0,48	0,74	0,42	1,00		
5 RF HY EUR	-0,15	0,36	0,82	0,39	1,00	
6 RF SUB FIN EUR	0,17	0,57	0,55	0,79	0,55	1,00

Fuente: Afi a partir de Bloomberg. Datos semanales a junio de 2022.

# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 3 Sectores

La gestión **sectorial** tiene sus limitaciones a la hora de tratar de diversificar la exposición a renta variable



Matriz de correlaciones

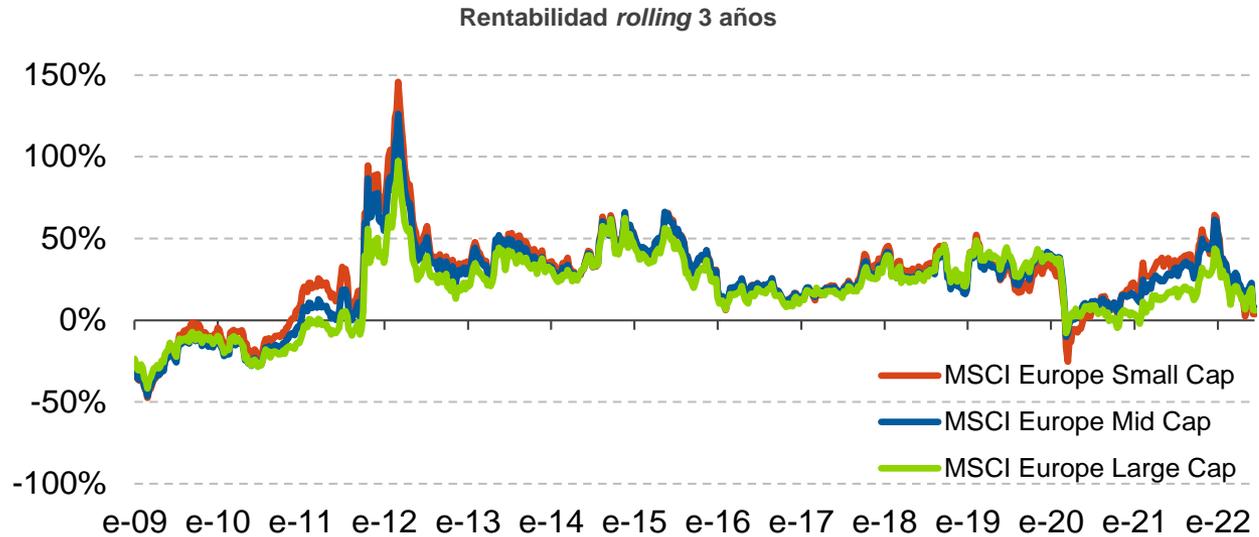
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 Financiero	1,00										
2 Consumo discrecional	0,81	1,00									
3 Consumo básico	0,70	0,80	1,00								
4 Energía	0,77	0,54	0,54	1,00							
5 Salud	0,64	0,76	0,81	0,51	1,00						
6 Industria	0,85	0,82	0,73	0,63	0,70	1,00					
7 Tecnología de la información	0,70	0,70	0,73	0,47	0,78	0,71	1,00				
8 Real Estate	0,80	0,80	0,74	0,58	0,74	0,72	0,74	1,00			
9 Materiales	0,86	0,80	0,75	0,77	0,75	0,85	0,71	0,75	1,00		
10 Servicios	0,76	0,90	0,71	0,72	0,76	0,72	0,89	0,72	0,75	1,00	
11 Utilities	0,74	0,73	0,80	0,60	0,78	0,73	0,67	0,83	0,80	0,71	1,00

Fonte: Afi a partir de Morningstar y Bloomberg. Datos semanales a junio de 2022.

# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 4 Capitalización bursátil

Entre compañías con **diferentes niveles de capitalización** la correlación es muy elevada



Fuente: Afi a partir de Bloomberg. Datos diarios a junio de 2022.

Matriz de correlaciones

	1	2	3
1 MSCI Europe Small Cap	1,00		
2 MSCI Europe Mid Cap	0,98	1,00	
3 MSCI Europe Large Cap	0,92	0,97	1,00

Fuente: Afi a partir de Morningstar y Bloomberg. Datos semanales a junio de 2022.

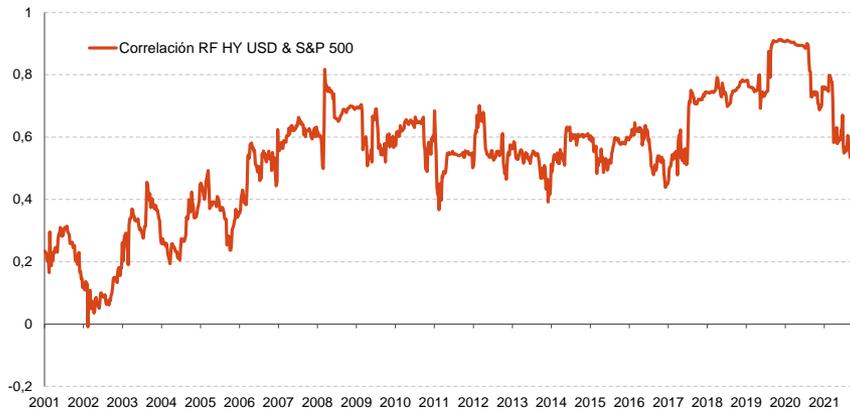
# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 5 Renta Fija – Renta Variable

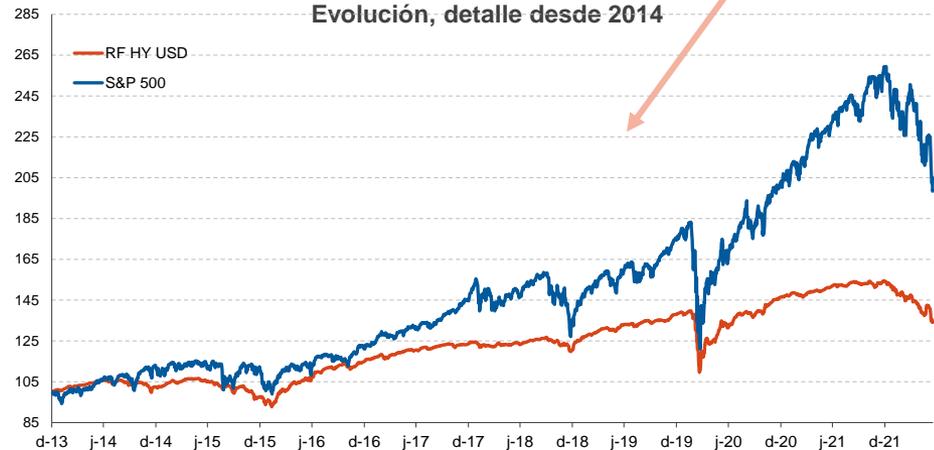
Entre la renta variable y el crédito corporativo también se observa una correlación positiva y muy intensa en algunos momentos



**Evolución de la correlación**



**Evolución, detalle desde 2014**

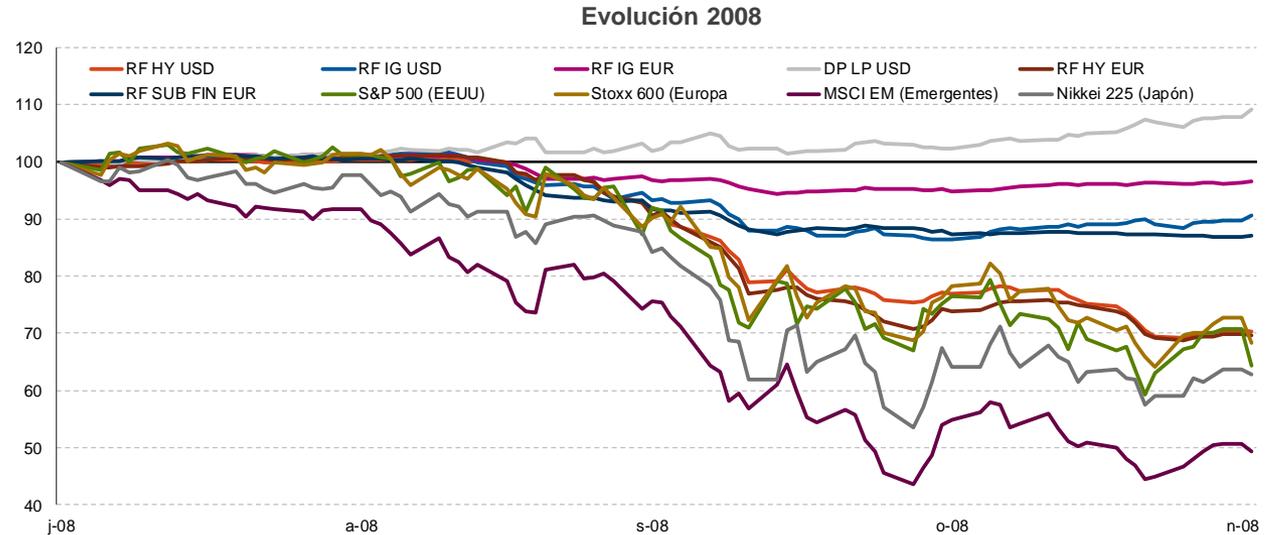


# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 6 Situaciones de sell off (1)

### Crisis financiera 2008

En momentos de crisis, la correlación tiende a aumentar entre los activos financieros. Únicamente los activos "refugio" ejercen de cobertura



Fuente: Afi a partir de Bloomberg. Datos diarios a diciembre de 2008.

### Matriz de correlaciones

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 RF HY USD	1,00									
2 RF IG USD	0,52	1,00								
3 RF IG EUR	0,22	0,81	1,00							
4 DP LP USD	-0,19	0,58	0,52	1,00						
5 RF HY EUR	0,94	0,57	0,30	-0,13	1,00					
6 RF SUB FIN EUR	0,42	0,81	0,91	0,29	0,48	1,00				
7 S&P 500	0,75	0,19	-0,05	-0,33	0,72	0,14	1,00			
8 Stoxx 600	0,75	0,22	-0,01	-0,29	0,75	0,13	0,91	1,00		
9 MSCI EM	0,71	0,21	0,02	-0,27	0,74	0,13	0,81	0,84	1,00	
10 Nikkei 225	0,73	0,33	0,08	-0,23	0,79	0,25	0,83	0,85	0,86	1,00

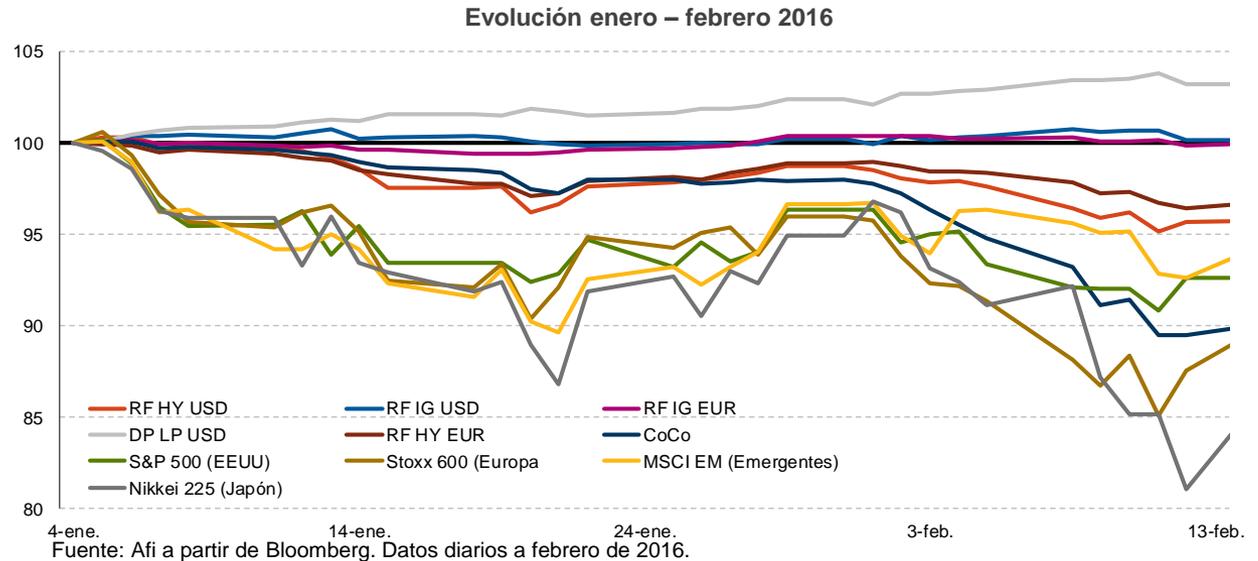
Fuente: Afi a partir de Morningstar y Bloomberg. Datos semanales a diciembre de 2008.

# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 6 Situaciones de sell off (2)

### Inicio 2016

A comienzos de 2016, tanto la renta variable como la renta fija con riesgo sufrieron intensas caídas



### Matriz de correlaciones

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 RF HY USD	1,00									
2 RF IG USD	0,41	1,00								
3 RF IG EUR	0,79	0,60	1,00							
4 DP LP USD	-0,64	0,27	-0,09	1,00						
5 RF HY EUR	0,93	0,50	0,86	-0,47	1,00					
6 RF SUB FIN EUR	0,76	0,45	0,67	-0,41	0,86	1,00				
7 S&P 500	0,67	-0,24	0,49	-0,73	0,63	0,50	1,00			
8 Stoxx 600	0,76	-0,13	0,59	-0,72	0,75	0,70	0,95	1,00		
9 MSCI EM	0,80	0,08	0,62	-0,66	0,85	0,61	0,84	0,84	1,00	
10 Nikkei 225	0,81	0,25	0,73	-0,53	0,92	0,87	0,76	0,87	0,87	1,00

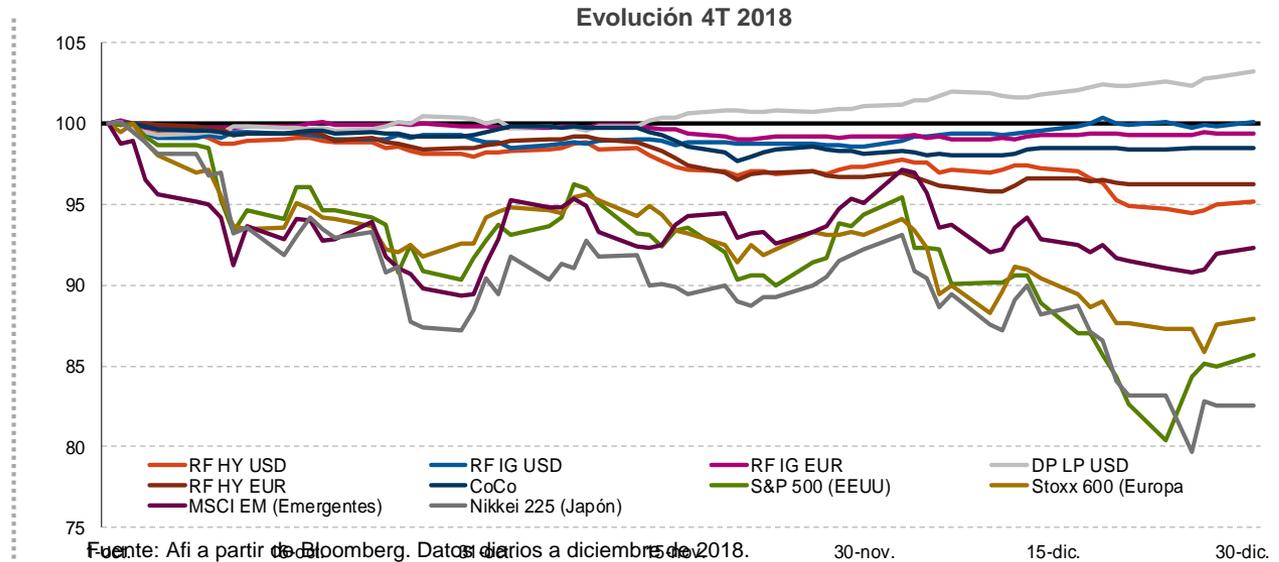
Fuente: Afi a partir de Morningstar y Bloomberg. Datos semanales a febrero de 2016.

# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 6 Situaciones de sell off (3)

### Cuarto trimestre 2018

En el último trimestre de 2018, el 93% de los activos financieros registraron pérdidas



### Matriz de correlaciones

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 RF HY USD	1,00									
2 RF IG USD	-0,19	1,00								
3 RF IG EUR	0,24	0,47	1,00							
4 DP LP USD	-0,44	0,80	-0,02	1,00						
5 RF HY EUR	0,49	-0,27	0,47	-0,73	1,00					
6 CoCo	0,30	-0,16	0,44	-0,61	0,88	1,00				
7 S&P 500	0,72	-0,46	-0,01	-0,53	0,36	0,19	1,00			
8 Stoxx 600	0,59	-0,52	0,04	-0,69	0,59	0,53	0,81	1,00		
9 MSCI EM	0,29	-0,29	-0,29	-0,21	0,16	0,26	0,55	0,65	1,00	
10 Nikkei 225	0,70	-0,55	-0,20	-0,65	0,47	0,33	0,85	0,87	0,73	1,00

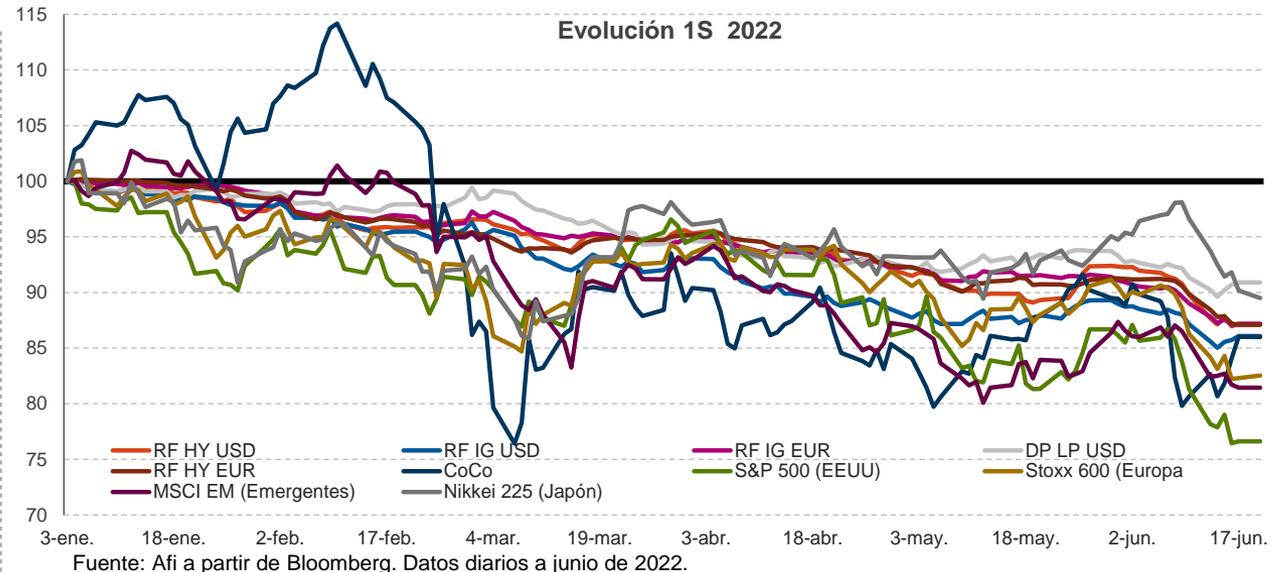
Fuente: Afi a partir de Morningstar y Bloomberg. Datos semanales a diciembre de 2018.

# 1. 2. Las limitaciones de la gestión tradicional

## 6 Situaciones de sell off (3)

### Inicio de 2022

Todos los activos, incluidos los denominados “activos refugio” como la Deuda Pública Core registran pérdidas muy elevadas.



Matriz de correlaciones

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 RF HY USD	1,00									
2 RF IG USD	0,65	1,00								
3 RF IG EUR	0,48	0,73	1,00							
4 DP LP USD	0,33	0,80	0,70	1,00						
5 RF HY EUR	0,61	0,42	0,63	0,09	1,00					
6 CoCo	0,01	-0,10	-0,24	-0,22	0,17	1,00				
7 S&P 500	0,76	0,36	0,06	-0,06	0,50	0,20	1,00			
8 Stoxx 600	0,45	0,15	0,10	-0,20	0,64	0,59	0,52	1,00		
9 MSCI EM	0,29	0,42	0,27	0,08	0,51	0,12	0,35	0,44	1,00	
10 Nikkei 225	0,34	0,09	0,05	-0,31	0,46	0,01	0,54	0,41	0,65	1,00

Fuente: Afi a partir de Morningstar y Bloomberg. Datos semanales a junio de 2022.

# 1. 3. Activos alternativos para acceder a nuevas fuentes de rentabilidad

## 2 Nuevas fuentes de rentabilidad / riesgo

### Tradicionales

- Renta variable
- Deuda Pública
- Crédito
- Divisas
- Gestión activa (*asset allocation* y *market timing*)
- Volatilidad del mercado cotizado

### Alternativas

- Economía real
- Transacciones complejas
- Negociación bilateral
- Acceso a nichos de mercado
- Situaciones especiales
- Capacidad de originación
- Apalancamiento
- Involucración en la gestión de los activos
- Ilíquidez

# 2 | Activos Alternativos

1. Definición
2. Principales características
3. Evolución del mercado

## 2. 1. Definición de activo alternativo

- A pesar de que los activos alternativos son cada vez más comunes en las carteras de los inversores, **no existe una definición consensuada y específica sobre esta tipología de activos.**
- Una opción sería definir los activos alternativos por **exclusión**, es decir, todo aquello que salga del universo de activos tradicionales podría considerarse como activo alternativo.
- Sin embargo, y siendo conscientes de que son muchos los atributos que se pueden utilizar en la definición de un activo alternativo, consideramos que existen tres grandes características comunes para la mayoría de activos no-tradicionales: **baja correlación o poder de diversificación frente a los activos tradicionales, menor liquidez y mayor dispersión de resultados**

### Poder de diversificación

Los activos alternativos suelen presentar un **bajo nivel de correlación** frente a los activos tradicionales.

### Dispersión de resultados

Mayor dispersión de resultados entre gestores dadas las menores restricciones y las mayores fuentes de rentabilidad – riesgo. De ahí, la mayor importancia de la selección del gestor.



### Menor liquidez

Los activos alternativos suelen negociarse en los **mercados privados**.

## 2. 2. Principales características

- Estas características hacen que en **términos de gestión de carteras**, los activos alternativos también presenten ciertas particularidades.



### Implicaciones en la gestión de carteras

Desde el punto de vista de la **rentabilidad**:

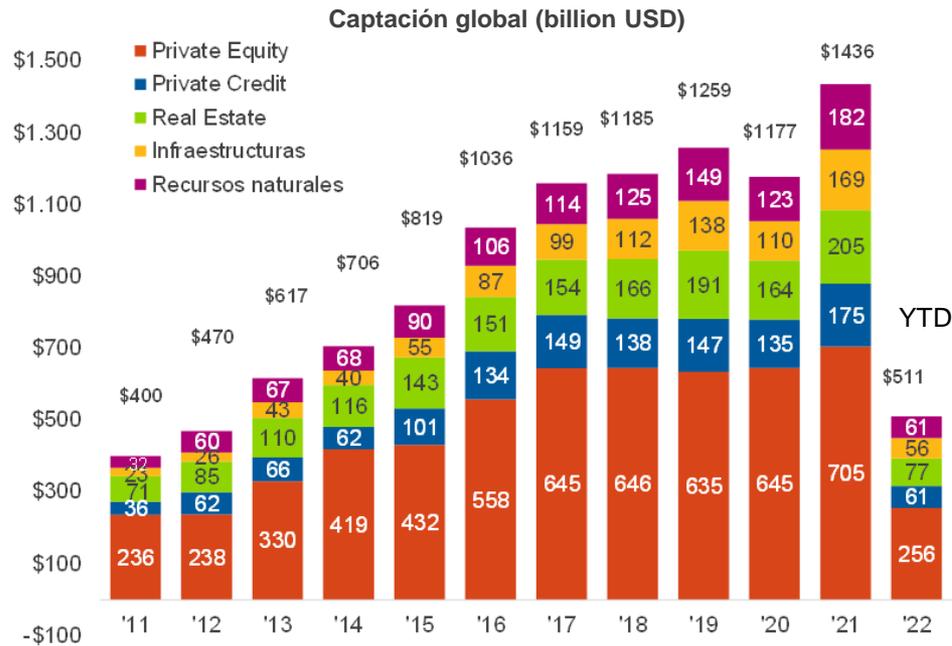
- La menor liquidez de los activos no-tradicionales hace que se generen **mayores ineficiencias** en los mercados creando, así, **oportunidades** que pueden ser aprovechadas por los gestores.
- Prima por iliquidez.**
- Nuevas fuentes de rentabilidad** inaccesibles a través de las inversiones tradicionales.

Desde el punto de vista del **riesgo**:

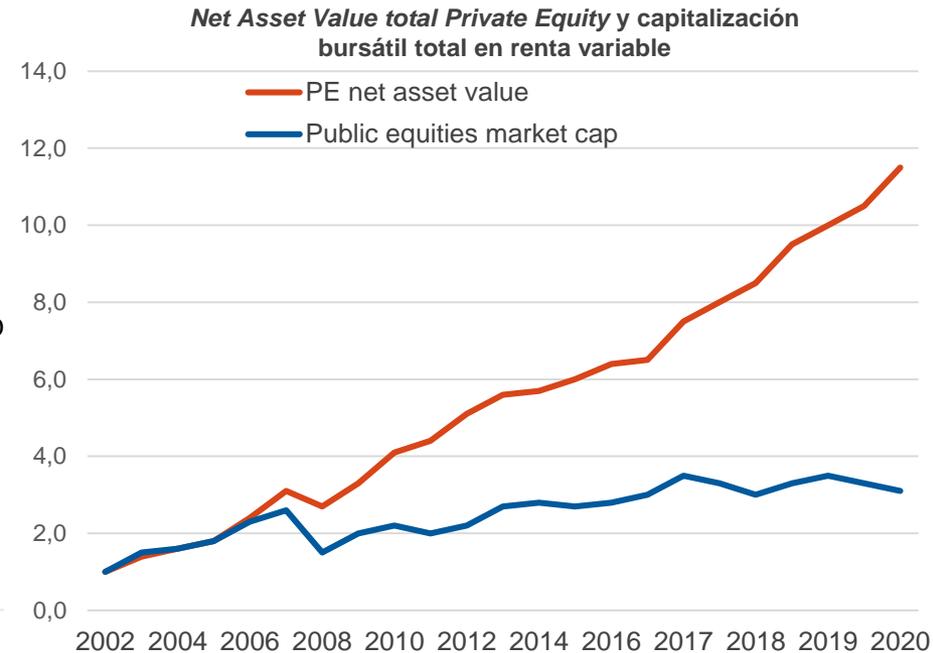
- La reducida **correlación** de estos activos con los más tradicionales, hace que las inversiones alternativas sean un activo muy atractivo para conseguir un mayor grado de **diversificación**.

## 2. 3. Evolución del mercado

- El mercado de activos alternativos se ha desarrollado de forma intensa en los últimos años con un **incremento sustancial del volumen de activos gestionados**.



Fuente: Guide to Alternatives (J.P. Morgan Asset Management) con datos de Preqin; HFRI; JP Morgan Asset Mangement.



Fuente: Private markets come of age (McKinsey Global Private Markets Review 2019) con datos de World Bank y Preqin.

# 3 | Universo de Activos Alternativos

1. *Direct Lending*
2. *Senior Loans*
3. *Bonos catástrofe (catastrophe bonds)*
4. *Infraestructuras (Debt / Equity)*
5. *Real Estate (Debt / Equity)*
6. *Private Equity*
7. *Venture Capital*
8. *Aircraft Leasing / Transport Renting*
9. *Litigation Finance*
10. *Marketplace Lending (peer to peer lending)*
11. *Royalties*
12. *Pólizas de vida (life settlements)*

*El listado de activos alternativos recogidos bajo el universo de inversión es sólo una muestra de la totalidad de activos invertibles, y no supone en ningún caso la totalidad de activos alternativos en el mercado.*

## 3. 1. Direct Lending

### Características principales

Es una **fórmula para prestar dinero** a las empresas sin la utilización del canal bancario (desintermediación financiera).

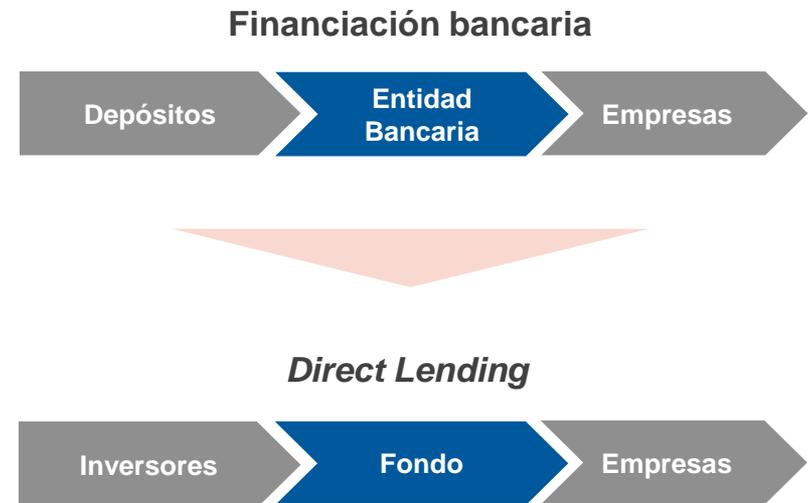
- **Mayor flexibilidad:** ofrece una mejor adaptación a los requerimientos de la empresa tanto en plazo como en formato de devolución (*bullet o amortizing, etc*)
- **Mayores tipos de interés:** la agilidad y mayor flexibilidad que ofrece esta financiación se compensa con unos tipos de interés superiores a los de la financiación bancaria.
- **Tipos de interés flotante:** suelen ser préstamos con tipos de interés flotante.
- **Non-call period:** por lo general, y de cara a mitigar el riesgo de pago anticipado de estos préstamos, este tipo de financiación suele imponer un periodo en el cual no se pueda efectuar el repago de la deuda de manera anticipada.
- **Covenants:** el financiador puede establecer una serie de requisitos y reglas que la compañía prestataria debe cumplir durante el periodo de vida del préstamo (no superar una ratio de deuda determinada o no repartir dividendos, por ejemplo)

### Otros datos de interés

- **Rentabilidad objetivo:** entre 5% - 10%
- **Horizonte temporal de la inversión:** entre 7-10 años
- **Distribución de flujos de caja:** sí

### Proceso de financiación

A diferencia de la financiación tradicional que se canalizaba a través de las entidades de crédito, el *direct lending* ofrece una financiación basada en la desintermediación financiera:



### Tipos de financiación

Existen diferentes perfiles de riesgo (además de la calidad crediticia y la prelación de pagos) en función de la situación en la que se encuentra la compañía prestataria:

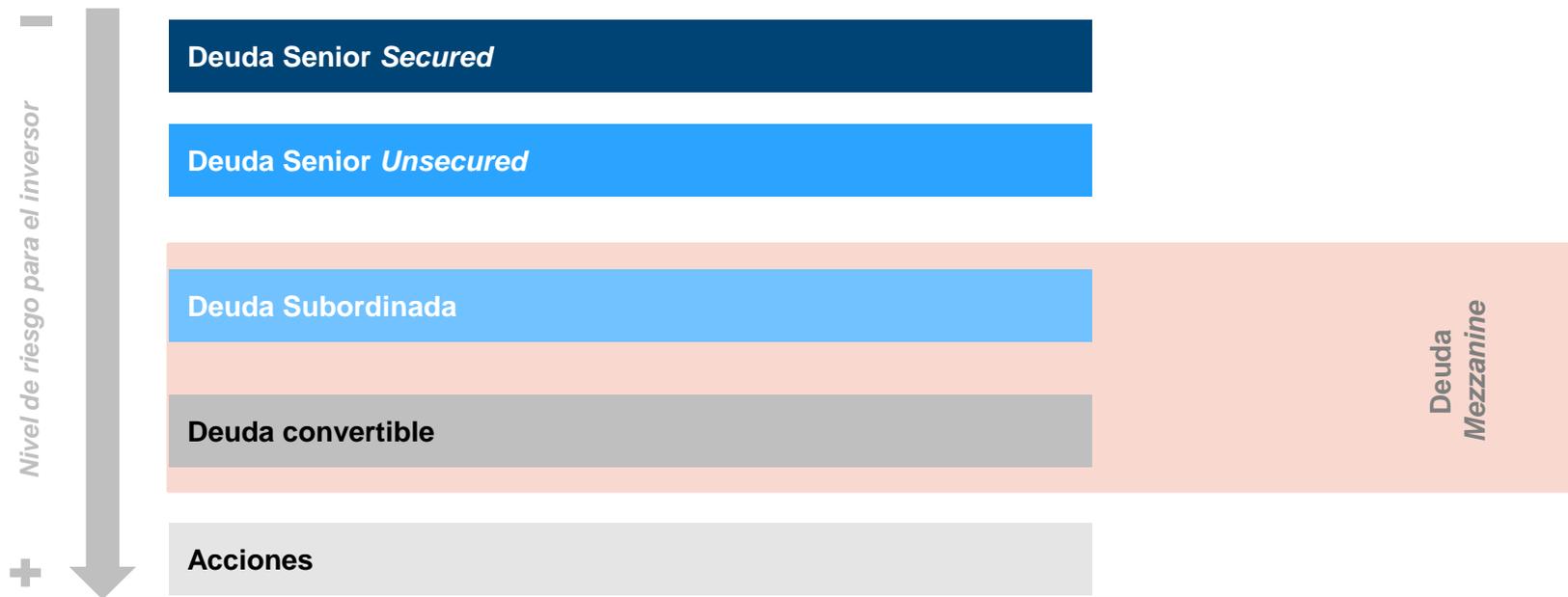
- **En rentabilidad**
- **Stressed**
- **Distressed**
- **Special situations**

## 3. 1. Direct Lending

### Tipos de deuda

A la hora de invertir en deuda es muy importante conocer el grado de *seniority* en el que se está invirtiendo:

- **Deuda Senior:** en caso de quiebra, los acreedores de deuda senior están en primera posición en el orden de prelación. Dentro del universo de deuda senior, esta tipología de deuda puede estar o no garantizada o respaldada (*secured*).
- **Deuda Mezzanine:** comprende toda aquella deuda por debajo de *Senior*, pero se encuentra por encima de los accionistas en el orden de prelación.



Fuente: Afi. Elaboración propia.

## 3. 2. Senior Loans

### Características principales

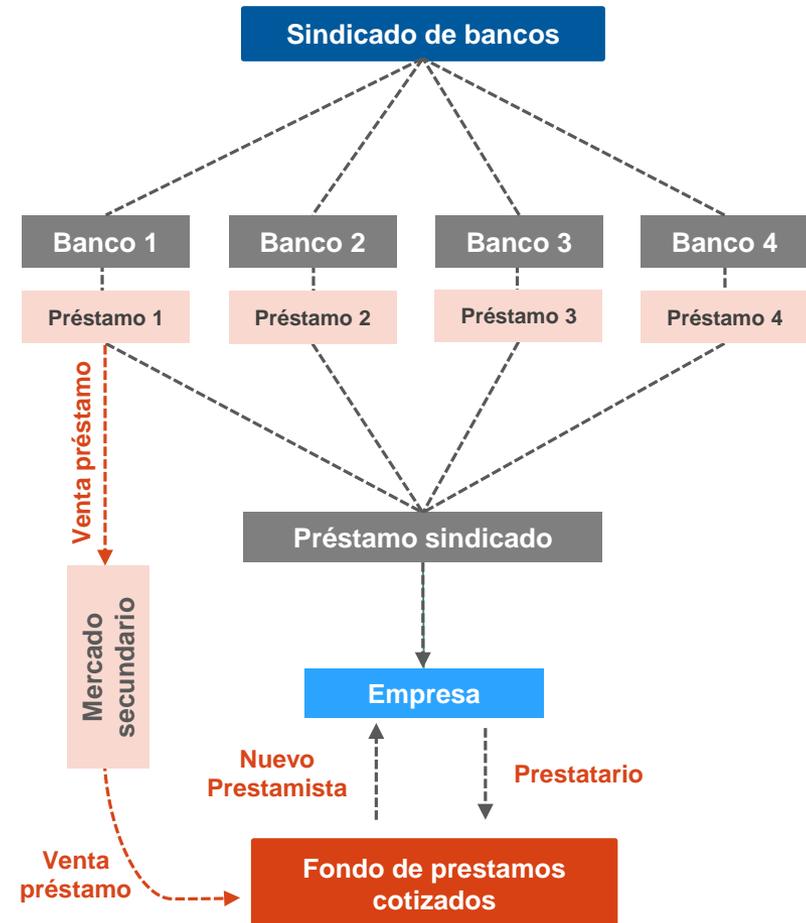
**Prestamos de origen bancario** que han pasado al mercado secundario dónde son adquiridos por inversores.

- **Cotizan:** se trata de un activo relativamente liquido.
- Habitualmente utilizados por el prestatario para realizar **compras apalancadas** aunque su empleo puede ser una refinanciación u otro uso.
- **Riesgo:** *high yield*.
- **Deuda** a tipo flotante.
- **Senior:** en muchos casos *Secured*.
- **Escaso potencial de revalorización:** si la cotización del préstamo aumenta, la compañía optará por refinanciar la deuda a un tipo menor.
- **Es habitual que incluyan *protective covenants*:**
  - “*Covenant-lite*”: cuando el préstamo apenas incluye exigencias de este tipo.

### Otros datos de interés

- **Rentabilidad objetivo:** entre 3% - 5%.
- **Horizonte temporal de la inversión:** al ser un activo cotizado no hay un horizonte temporal definido.
- **Distribución de flujos de caja:** si.

### Esquema de funcionamiento:



Fuente: Afi. Elaboración propia.

## 3. 2. Senior Loans

### Ejemplos:

GALEDU TL B 1L EUR Corp		Actions	Settings	Page 1/11	Security Description: Loan
25) Tranche		26) Deal	27) Issuer Description		
Pages					
Tranche Description					
11) General Info	Name	Galileo Global Education			Identifiers
12) Additional Info	Borrower	40) Galileo Global Education Finance Sarl			ID Number
13) Involved Parties	Sponsors	Providence Equity Partners Inc			FIGI
14) Covenants	Purpose	Refinance			BBG00KY4YN65
15) Ratings	Status	Signed			ISIN
16) Amortization	Type	Term B			Summary Criteria
17) Amendments	Rank	1L Gtd Sr. Secd			Covenant Lite
18) Pricing & Fees	Agent	ING Bank NV/London			Leveraged
19) Electronic Filing	Min Transfer	--	Transfer Fee	--	Borrowing Base
20) Permissioning	Idx + Margin	Euribor 3 ... + 350 bps PIK --			Call Protection
21) Change History	Issue Price	100,000			Ratings
	Index Floor	0 bps			Tranche Issuer
	Currency	EUR			Moody's
	Tranche Size	535,000,000 as of 05/18/2018			B2 B2
	Borrowing Base	--			S&P
	Outstanding	535,000,000 as of 05/18/2018			B B
	LCs	--			Fitch
	Total Util	535,000,000			Dates
					Announced
					05/11/2018
					Priced
					05/18/2018
					Signed
					05/18/2018
					Effective
					05/18/2018
					Funded
					05/18/2018
					Maturity
					01/11/2025

### GALILEO GLOBAL EDUCATION

- Sponsor: Providence Equity Partners Inc
- Finalidad: refinanciación
- Rating: B
- Prelación: *senior secured*
- Cupón: Euribor 3M + 350 pb

Fuente: Bloomberg.

### MISYS

- Sponsor: Vista Equity Partners
- Finalidad: compra apalancada
- Rating: B
- Prelación: *senior secured*
- Cupón: Euribor 3 M + 325 pb

Fuente: Bloomberg.

MSYLN TL B 1L EUR Corp		Actions	Settings	Page 1/11	Security Description: Loan
25) Tranche		26) Deal	27) Issuer Description		
Pages					
Tranche Description					
11) General Info	Name	Misys			Identifiers
12) Additional Info	Borrower	40) Finastra Europe SA			ID Number
13) Involved Parties	Sponsors	Vista Equity Partners			FIGI
14) Covenants	Purpose	41) LBO Financing, Acquisition Financing			BBG00GGTX8C6
15) Ratings	Status	Signed			CUSIP
16) Amortization	Type	Term B			02034DAD9
17) Amendments	Rank	1L Sr. Secd			Summary Criteria
18) Pricing & Fees	Agent	Morgan Stanley & Co International PLC			Covenant Lite
19) Electronic Filing	Min Transfer	--	Transfer Fee	--	Leveraged
20) Permissioning	Idx + Margin	Euribor 3 ... + 325 bps PIK --			Borrowing Base
21) Change History	Issue Price	99,500			Call Protection
	Index Floor	100 bps			Yes
	Currency	EUR			Yes
	Tranche Size	850,000,000 as of 06/16/2017			No
	Borrowing Base	--			Yes
	Outstanding	835,125,000 as of 03/31/2019			Yes
	LCs	--			Yes
	Total Util	835,125,000			Yes
					Ratings
					Tranche Issuer
					Moody's
					B2 B2
					S&P
					B- BB+
					Fitch
					BB+ BB-
					Dates
					Announced
					04/12/2017
					Priced
					04/28/2017
					Signed
					06/16/2017
					Effective
					06/16/2017
					Funded
					06/16/2017
					Maturity
					06/16/2024

## 3. 3. Bonos catástrofe (*Catastrophe bonds*)

### Características principales

**Instrumento de deuda** cuyo subyacente son seguros que cubren una serie de eventos catastróficos (como, por ejemplo, huracanes o terremotos).

- **Alternativa al reaseguro tradicional:** tiene como objetivo transferir el riesgo de catástrofe natural asumido por la (re)aseguradora a los inversores.
- La transmisión se articula **a través de un vehículo denominado SPV** (*Special Purpose Vehicle*), que:
  - (i) emite los bonos dirigidos a los inversores.
  - (ii) firma el contrato de (re)aseguro con la compañía (re)aseguradora (compañía patrocinadora).
- **Composición del diferencial** (*spread*) se divide en:
  - (i) riesgo asociado de la pérdida esperada.
  - (ii) prima exigida por invertir en ese activo (*risk premium*) sobre el tipo libre de riesgo.

### Otros datos de interés

- **Horizonte temporal de la inversión:** entre 3-5 años.
- **Rentabilidad objetivo:** 2% - 3% adicional a la rentabilidad del tipo libre de riesgo.
- **Principales emisores:** instituciones (Banco Mundial); grandes aseguradoras; países (México, Estados Unidos).

### Rentabilidad

- **Baja correlación con activos tradicionales de renta fija y renta variable:** rentabilidad (y exposición a riesgo) depende exclusivamente de la ocurrencia de fenómenos naturales, la severidad de los mismos y las pérdidas derivadas\* (ajeno a factores de ciclo económico, tensiones geopolíticas o decisiones de política monetaria).
- Importe del cupón y TIR ajeno a factores de mercado de la renta fija tradicional.

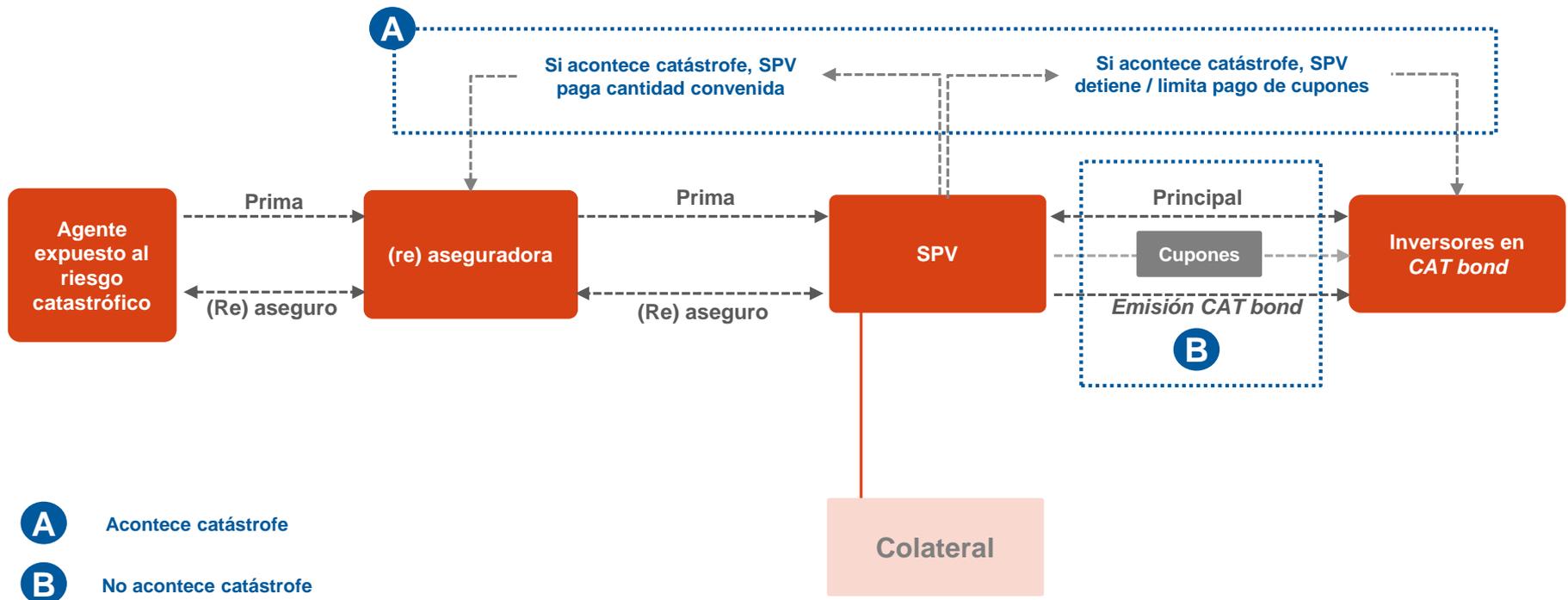
### Riesgos

- **Inmunidad frente a riesgo de crédito** (calidad crediticia de las compañías aseguradoras):
  - ✓ Los SPV llevan aparejado un colateral que cubre el riesgo de crédito asumido por los inversores ante un escenario de quiebra de la (re)aseguradora.
- **Versatilidad en exposición al riesgo catástrofe** (varios niveles):
  - ✓ *Cat bond* que limita el cobro de cupones y capital si acontece la catástrofe asegurada.
  - ✓ *Cat bond* que deja de pagar cupones, pero devuelve el principal si concurre la catástrofe asegurada.
  - ✓ *Cat bond* que dejan de pagar tanto cupones como principal si ocurre la catástrofe asegurada.

\* No todos los daños causados por un determinado desastre natural tienen por qué estar asegurados en su totalidad por el bono catástrofe.

### 3. 3. Bonos catástrofe (*Catastrophe Bonds*)

#### Esquema de funcionamiento



### 3. 3. Bonos catástrofe (*Catastrophe Bonds*)



#### Ejemplo

- **Emisión\*** (2018) del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (Grupo **Banco Mundial**) de bonos catastróficos por importe de 1.360 millones de dólares, con **cobertura frente a terremotos en Chile, Colombia, México y Perú**.
- Acudieron a la emisión más de 45 inversores de todo el mundo y la transacción atrajo casi 2.500 millones de dólares en órdenes de inversión.

Tipo de bono	CAR 116 Chile	CAR 117 Colombia	CAR 118 México A	CAR 119 México B	CAR 120 Perú
<b>Emisor:</b>	Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (Grupo Banco Mundial)				
<b>Fecha de cierre:</b>	2 de febrero de 2018				
<b>Cuantía:</b>	USD 500 millones	USD 400 millones	USD 160 millones	USD 100 millones	USD 200 millones
<b>Fecha de emisión:</b>	7 de febrero de 2018				
<b>Vencimiento previsto:</b>	15 de febrero de 2021 (sujeto a extensión y vencimiento anticipado y forzoso)	15 de febrero de 2021 (sujeto a extensión y vencimiento anticipado y forzoso)	14 de febrero de 2021 (sujeto a extensión y vencimiento anticipado y forzoso)	14 de febrero de 2021 (sujeto a extensión y vencimiento anticipado y forzoso)	15 de febrero de 2021 (sujeto a extensión y vencimiento anticipado y forzoso)
<b>Cupón (anual):</b>	3-meses USD LIBOR + Margen de fondeo + Margen de riesgo (sujeto a un tipo mínimo de interés igual al margen de riesgo)				
<b>Margen de fondeo:</b>	-0,20% por año				
<b>Margen de riesgo:</b>	+2,50% por año	+3% por año	+2,50% por año	+8,25% por año	+6% por año
<b>Catástrofe cubierta:</b>	Terremoto				

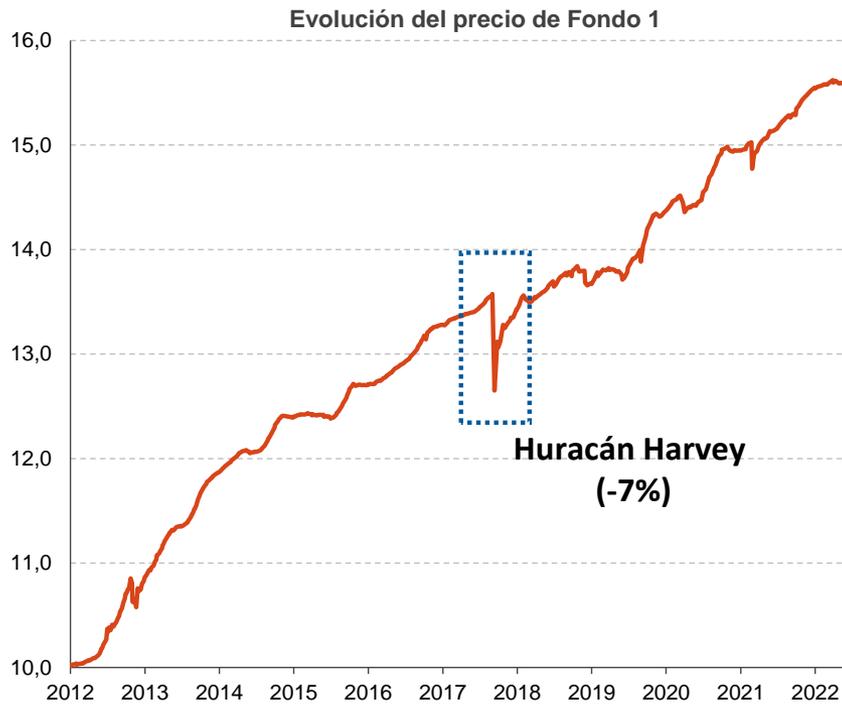
Fuente: Afi a partir de Banco Mundial.

\* Swiss Re y Aon Securities fueron conjuntamente los agentes estructuradores.

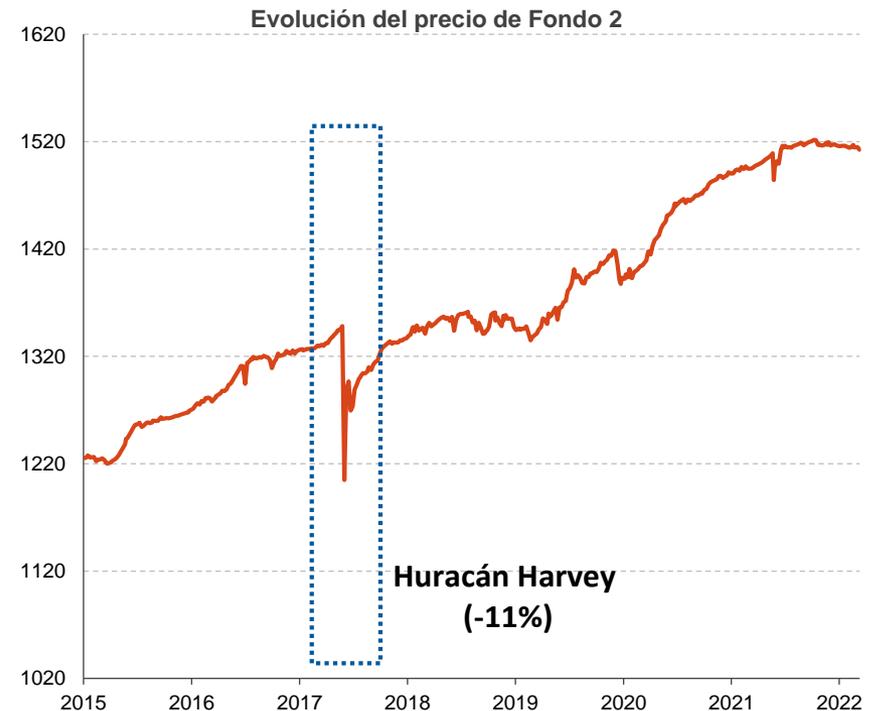
### 3. 3. Bonos catástrofe (*Catastrophe Bonds*)

#### Ejemplo

- Los **cat bonds** son adquiridos generalmente por inversores institucionales aunque también hay opciones para el pequeño inversor a través de fondos de inversión.
- A continuación, se muestra un ejemplo de dos fondos de inversión comercializados en España:



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

## 3. 4. Infraestructuras (*Debt / Equity*)

### Características principales

- **Alta predictibilidad de flujos:** ingresos provenientes de servicios públicos, tarifas estatales que garantizan la continuación de flujos o directamente del consumidor final en sectores monopolistas.
- **Baja volatilidad:** mercado poco volátil por la predictibilidad de sus flujos.
- **Larga duración:** proyectos cuya fase de desarrollo y explotación consta de un periodo largo de tiempo.
- **Elevadas barreras de entrada:** suelen ser sectores oligopolísticos o monopolísticos.
- **Protección contra la inflación:** el precio del servicio suele ajustarse a la inflación.
- **Elevados márgenes operativos:** una vez realizada la inversión inicial, CAPEX recurrente reducido.
- **Demanda / disponibilidad**

### Otros datos de interés

- **Rentabilidad objetivo:**
  - ✓ Equity: 10-15%
  - ✓ Deuda: 3-6%
- **Horizonte temporal de la inversión:** 10-30 años
- **Distribución de flujos de caja:** sí

### Rentabilidad – riesgo por sector



Social

- Suelen depender directamente o en gran medida del **estado o instituciones públicas**.
- Habitualmente contratos por disponibilidad.



Transporte

- Están expuestos al **riesgo demanda**.
- En muchas ocasiones se protegen del riesgo demanda a través de **clausulas contractuales**.



Servicios básicos

- Generalmente se trata de **sectores regulados**, los cuales gozan de una mayor seguridad y estabilidad de ingresos.
- **Menor ciclicidad** al ser activos necesarios.



Telecomunicaciones

- Industria con **altas barreras de entrada**, y por tanto, cierto grado de **monopolio**. Esto ayuda a reducir el riesgo demanda, aunque se trata de un mercado con mayor competencia que los mercados regulados.
- Riesgo de **obsolescencia tecnológica**.

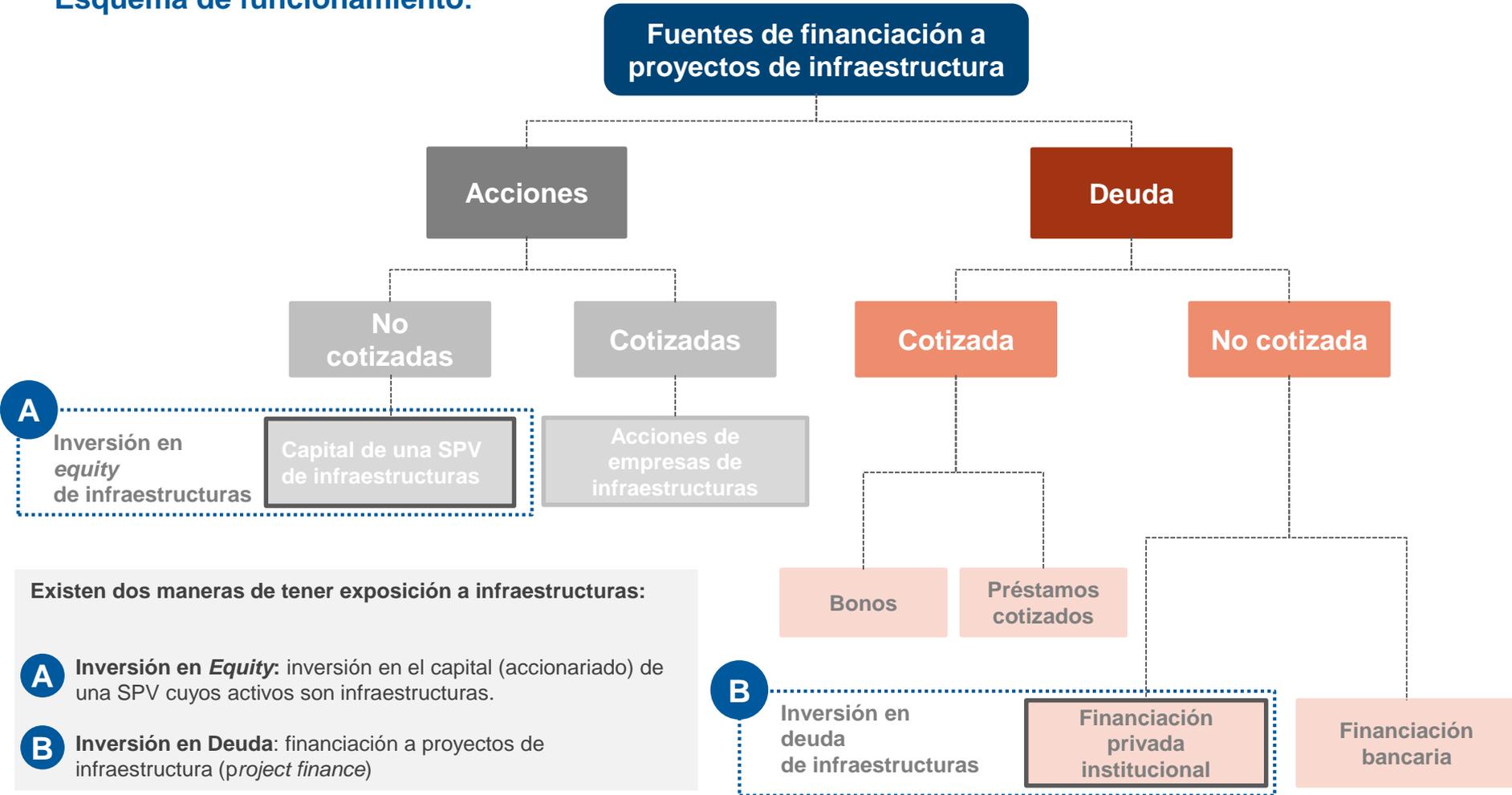


Energías Renovables

- Barreras para su desarrollo y **altos costes**.
- El actual desarrollo tecnológico ha permitido mejorar los costes.
- **Riesgo regulatorio**.

### 3. 4. Infraestructuras (Debt / Equity)

Esquema de funcionamiento:



### 3. 4. Infraestructuras (*Debt / Equity*)

#### Ejemplos:

#### Infraestructura de Transporte

##### *Inversión en una carretera de peaje*

- Inversión en el **equity** de una autopista de peaje operativa desde 2010, con un flujo de tráfico elevado.
- Se trata de una concesión de largo plazo (25 años).
- La inversión tiene como objetivo mejorar la capacidad de tráfico en circulación, así como las conexiones existentes entre los núcleos urbanos adyacentes.
- Riesgo de demanda.



#### Infraestructura de Telecomunicaciones

##### *Financiación de una red de fibra óptica*

- Inversión a través de **concesión de deuda** para la construcción y mantenimiento de la infraestructura necesaria para la dotación de una zona geográfica con red de fibra óptica.
- Establecimiento de un acuerdo de mantenimiento en el largo plazo.
- Sin riesgo demanda.



## 3. 5. Real Estate (Debt / Equity)

### Características generales

Se trata de la adquisición o concesión de deuda a un tercero para la adquisición de **activos inmobiliarios**.

- **Protección frente a la inflación.**
- **Flujos de caja estables.**
- Inversión habitualmente con **elevado apalancamiento**.
- Acceso a la **financiación bancaria cada vez mas limitada**.
- Inversión **dependiente del ciclo económico**.
- **Precios de transacción menos transparentes y dificultad de valoración.**

### Tipología de activos inmobiliarios

- **Según el tipo de suelo:**
  - ✓ Urbano
  - ✓ No urbanizable
  - ✓ Urbanizable
- **Según el tipo de actividad a la que se destina:**
  - ✓ Residenciales
  - ✓ Industriales
  - ✓ Comerciales
  - ✓ Otros Usos (por ej. Residencias de estudiantes o logística)
- **Según la actividad inmobiliaria:**
  - ✓ Actividad promotora
  - ✓ Actividad explotadora

### Formas de invertir

#### REIT

- Sociedad Anónima
- 90% de la renta destinada a dividendos
- Generalmente cotizan en bolsa
- Inversión líquida
- Volatilidad similar a la renta variable global (no así los REITs privados)
- Correlación positiva con mercado de renta variable global

#### INVERSION DIRECTA

- Adquisición directa del inmueble
- Capacidad de seleccionar las inversiones individuales
- Conlleva la gestión y explotación del inmueble
- Riesgo concentración
- Ilíquidez
- Sin comisiones

#### FONDOS DE INVERSIÓN EN DIRECTO

- Fondo con reducida liquidez (mensual, trimestral, etc e incluso cerrado)
- Comisiones fijas y variables

## 3. 5. Real Estate (Debt / Equity)

### Estrategias de inversión en base al subyacente

- **Core y Core Plus:** Rentabilidad / Riesgo bajo.

El fondo invertirá en propiedades "core", es decir, aquellos inmuebles bien ubicados, de construcción reciente y con un alto nivel de ocupación de inquilinos cuya calidad crediticia sea alta. La rentabilidad en estas inversiones es obtenida principalmente por unos ingresos recurrentes y estables de alquileres y una plusvalía limitada.
- **Valor Añadido:** Rentabilidad / Riesgo medio-alto.

Esta estrategia requiere comprar un inmueble y mejorarlo de alguna forma y realizar su venta en el momento oportuno generando una plusvalía. Los inmuebles son considerados "value added" cuando presentan problemas operacionales o de gestión, requieren mejoras físicas y o sufren de restricciones de capital o deuda. Se obtienen beneficios tanto por las rentas como por una plusvalía en el momento de la venta.
- **Oportunista:** Rentabilidad / Riesgo alto.

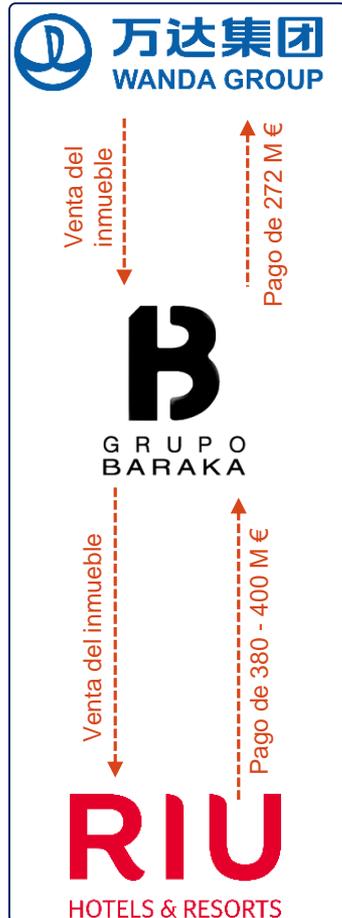
Los inmuebles requerirán de un alto grado de mejoras o que se encuentra en fase de construcción y promoción. Estas estrategias pueden conllevar inversiones en promociones, en suelo, incluso suelo agrícola y en inmuebles centrados en nichos de mercado. Puede tratarse de inversiones en situaciones especiales o inversión en activos que sufren impagos.



### 3. 5. Real Estate (Debt / Equity)

Ejemplos:

#### EDIFICIO ESPAÑA



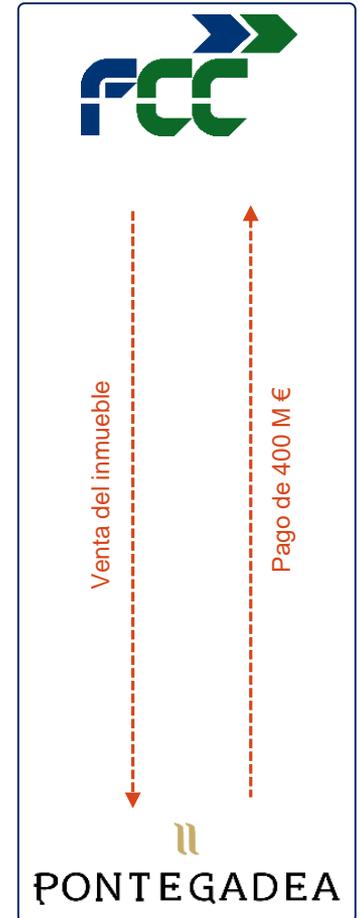
China's Wanda finalizes deal to sell landmark Madrid building



Amancio Ortega compra la Torre Picasso a FCC por 400 millones



#### TORRE PICASSO



## 3. 6. Private Equity

### Características principales

Se trata de la **participación accionarial** en una empresa no cotizada donde el capital se encuentra generalmente en manos de un conjunto de accionistas claramente identificados.

- *Public Equity: acciones cotizadas*
- *Private Equity: acciones no cotizadas*

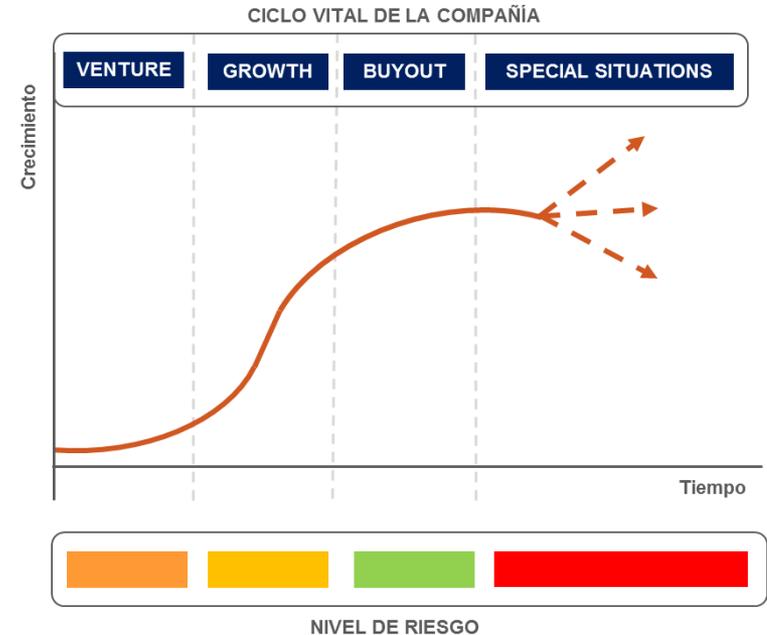
**La inversión tiene un carácter temporal.** La rentabilidad obtenida mediante plusvalías con la venta de la empresa participada.

Permite la inversión en compañías en todos los momentos de su **ciclo vital**.

#### Palancas de creación de valor:

- Posibilidad de **acceder a la dirección y gestión** de la compañía mediante la **mejora de los resultados financieros** (ingresos y márgenes).
- **Apalancamiento:** habitualmente la adquisición de la compañía se realiza con deuda (bancaria o privada).
- **Arbitraje de múltiplos**
- **Formas de inversión:**
  - Fondos en primario
  - Fondo de Fondos
  - Secundarios
  - Co-Inversiones

### Estrategias en Private Equity según el ciclo vital de la empresa

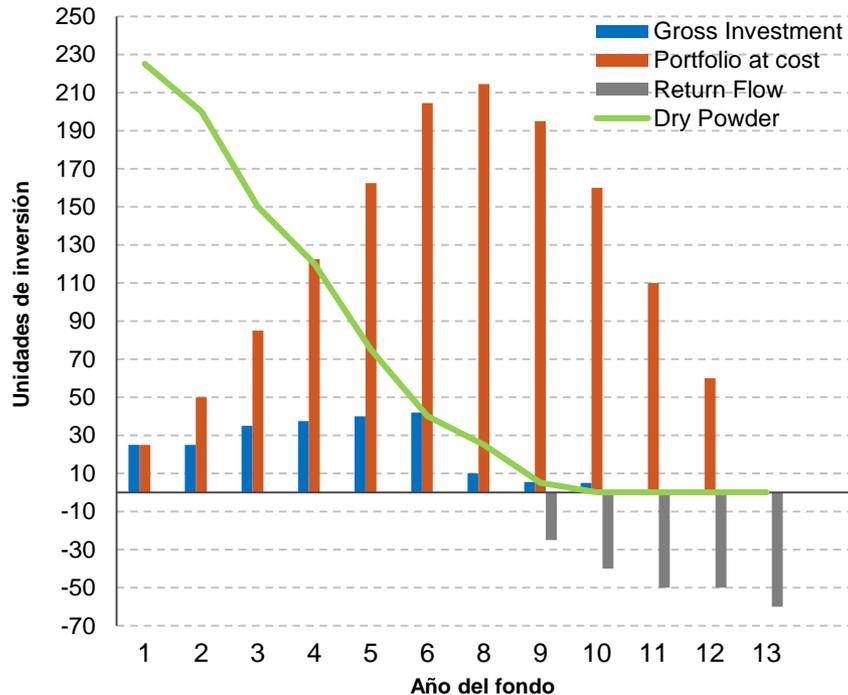


### Otros datos de interés

- **Rentabilidad objetivo:** TIR entre 10% - 20%
- **Horizonte temporal de la inversión:** entre 12-17 años
- **Distribución:** no

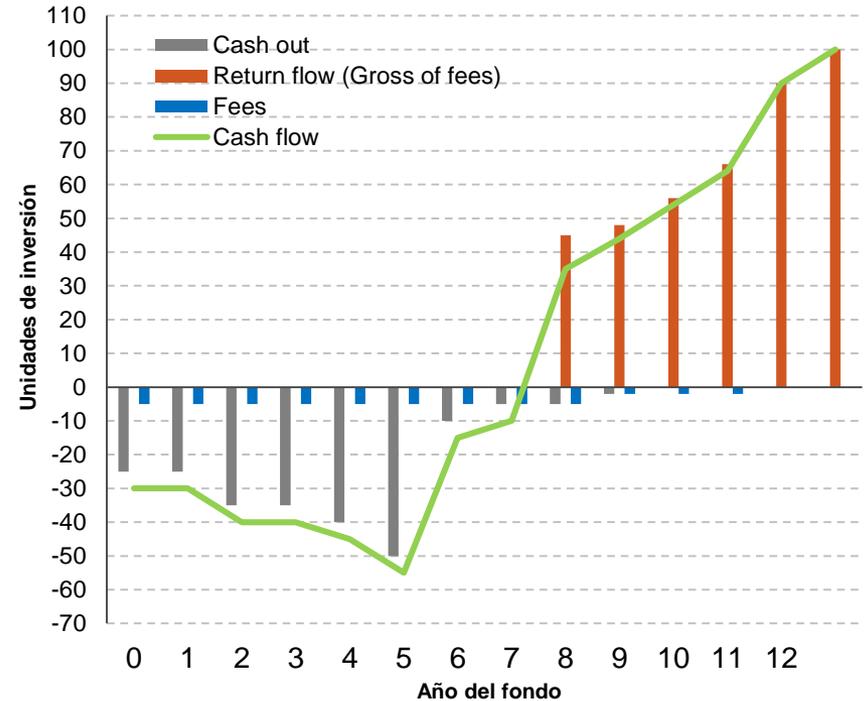
### 3. 6. Private Equity

Ciclo de la inversión en Private Equity



\*El gráfico no contempla el efecto de la revalorización ni el apalancamiento.  
Fuente: Afi a partir de Gilligan and Wright.

Flujos de caja para el inversor



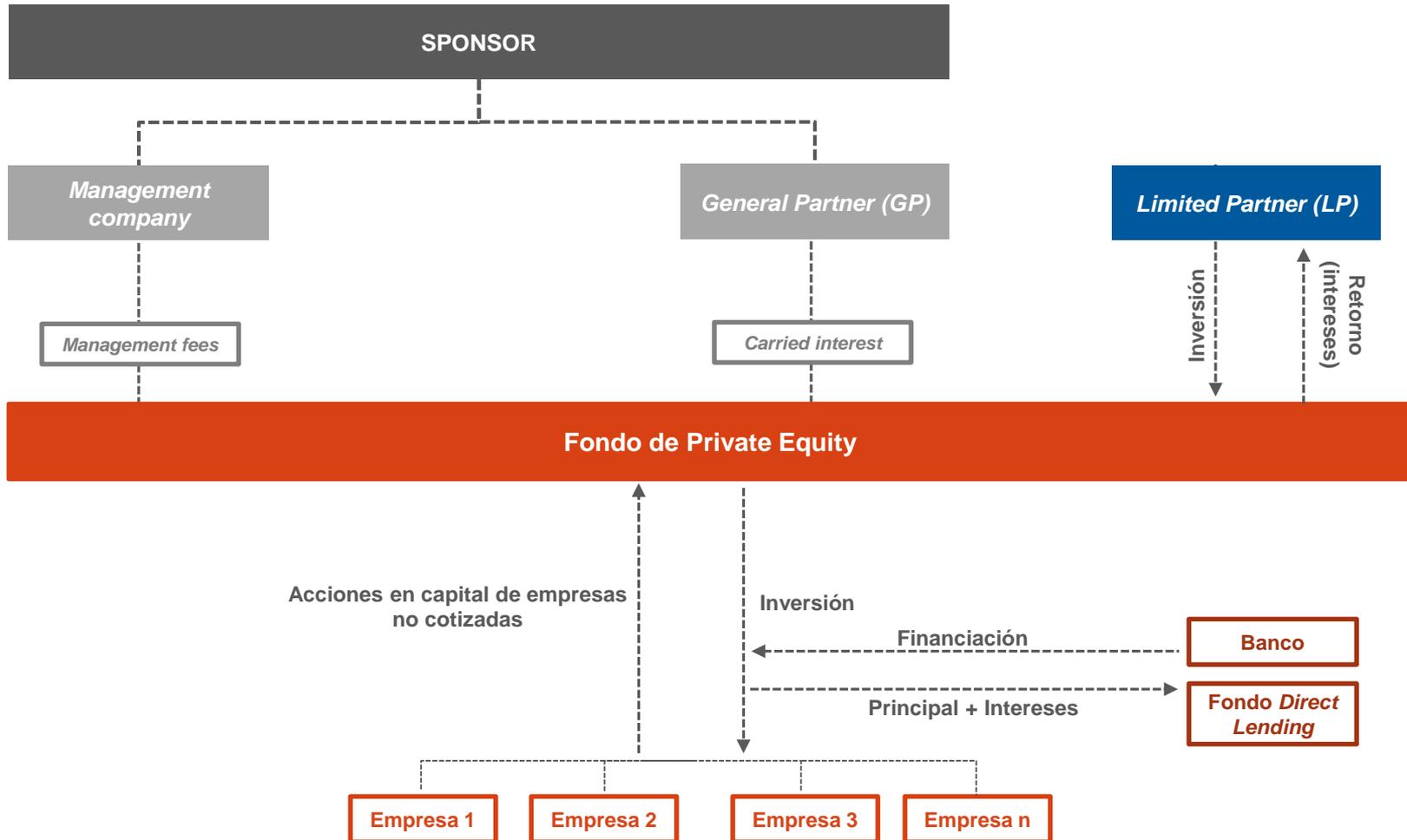
\*\*Asumiendo retorno de 1,75x bruto.  
Fuente: Afi a partir de Gilligan and Wright.

- El ciclo de inversión en *private equity* comienza con el **compromiso** de invertir (desembolsar) un capital determinado. A partir de ahí, a medida que el gestor encuentra oportunidades de inversión, se realizan **llamadas de capital** (*capital call*) para adquirir compañías.
- El capital comprometido y no desembolsado se denomina **dry-powder**.

- Durante los primeros años de la inversión en *private equity*, el inversor realiza desembolsos. Sólo a partir del momento en el que se comiencen a vender las empresas adquiridas inicialmente, se recibirá un retorno de la inversión realizada.
- Al comienzo, el fondo hace frente a las comisiones y las compañías subyacentes no experimentan revalorizaciones por lo que la valoración del conjunto del fondo es negativa. A este periodo se denomina como **Curva Jota**.

### 3. 6. Private Equity

#### Esquema de funcionamiento:



Fuente: Afi. Elaboración propia.

### 3. 6. Private Equity

#### Esquema de comisiones:



- 1. Comisión de gestión.** Al igual que cualquier fondo de inversión habitual, los fondos tanto abiertos como cerrados presentan una comisión de gestión para cubrir los gastos operativos del fondo: salarios del equipo gestor, alquiler de oficinas, etc. La comisión de gestión tiende a ser limitada para motivar a los gestores a buscar otras fuentes de ingresos, especialmente ligadas a la comisión de incentivos.
- 2. Hurdle rate o preferred return.** Es habitual encontrar lo que se conoce como preferred return o hurdle rate. Se trata de un mínimo de rentabilidad que obtendrían los inversores antes de que los gestores empiecen a percibir su comisión de incentivo. Por ejemplo, un hurdle rate de 12% supone que el fondo tendrá que alcanzar un 12% anual de rentabilidad antes de que el equipo gestor pase a participar de los beneficios del mismo. De existir, este hurdle rate se suele fijar con la rentabilidad mínima esperada del fondo.
- 3. Catch –up:** derecho que se guarda la gestora a participar de un determinado retorno una vez el inversor ha obtenido el preferred return. Representa un porcentaje (hasta el 100%) de lo que supone igualar en base al esquema de carried interest lo que el inversor ha obtenido hasta el momento.
- 4. Comisión de éxito o carried interest.** Será el porcentaje de las ganancias del fondo que se lleva el equipo gestor. La comisión por incentivos ronda habitualmente entre el 10% y el 20% sobre el exceso de rentabilidad generado sobre el preferred return. Esta comisión de éxito se entiende que es un porcentaje que alinea los incentivos entre el gestor y los inversores. Al igual que la comisión de gestión, esta comisión se detrae directamente del patrimonio del fondo drenando la rentabilidad en términos netos para el inversor. La comisión por incentivos podrá calcularse de dos formas:

Fuente: Afi. Elaboración propia, a partir de Gilligan and Wright.

### 3. 6. Private Equity

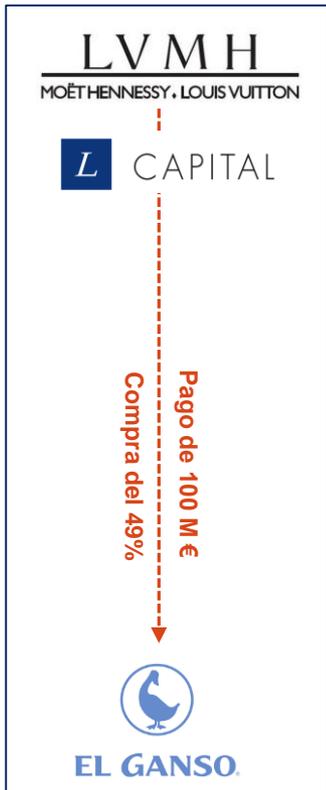
#### Ejemplos:

#### Expansión

09/10/2015

DISTRIBUCIÓN Y CONSUMO

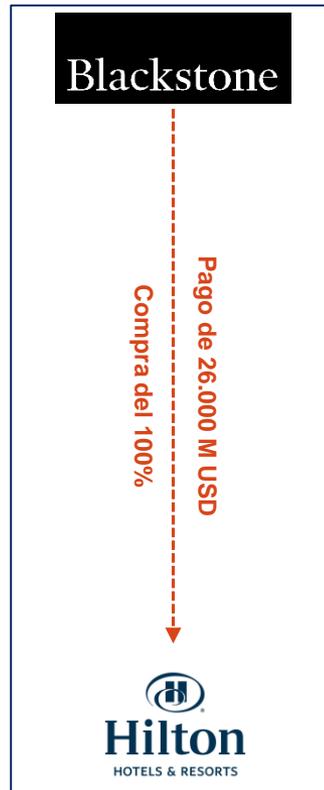
El fondo de Louis Vuitton compra el 49% de El Ganso



JULY 3, 2007

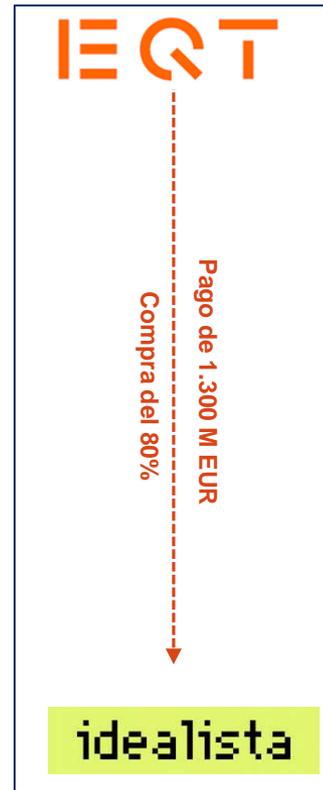
#### FINANCIAL TIMES

Blackstone buys Hilton Hotels for \$26bn



Bloomberg  
Europe Edition

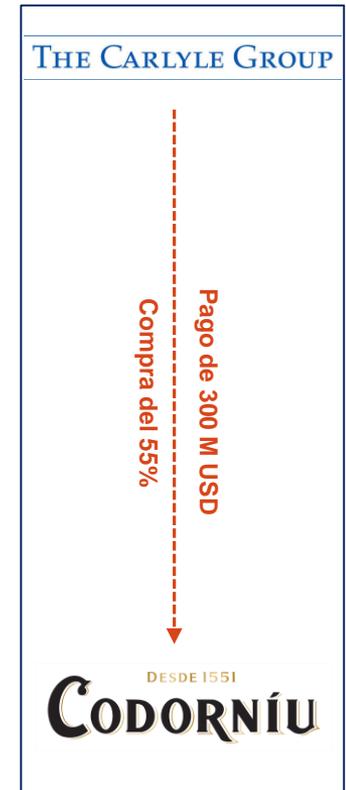
EQT acquires idealista - the leading online real estate classifieds platform in Southern Europe



JUNE 28, 2018

#### FINANCIAL TIMES

Carlyle nears €390m Spanish sparkling wine deal

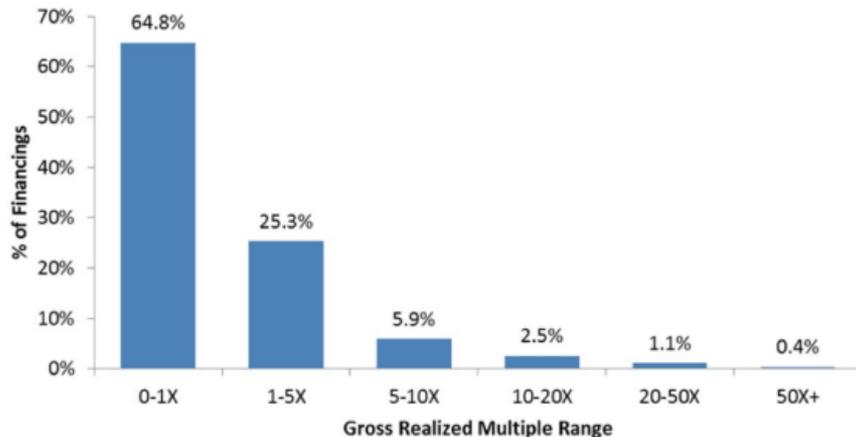


## 3. 7. Venture Capital

### Características principales

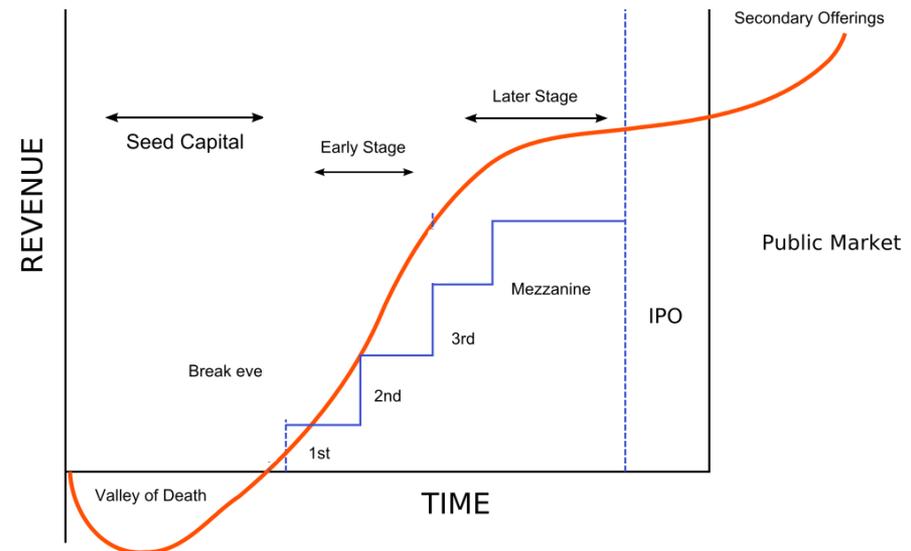
Se trata de la inversión en empresas de reciente creación que se encuentran en su etapa inicial cuando una idea de negocio se materializa y necesita financiación para llevarlo adelante. En este momento la compañía puede no tener apenas clientes, un nivel de facturación reducido y no haber llegado a generar beneficios. En función del momento concreto en el que se situó la empresa, este tipo de inversión se divide en inversión semilla, en inglés seed capita, o start-up donde también diferenciamos diferentes fases: early stage -serie A, B o C- y late stage ventures.

Distribución de rentabilidades Venture Capital EEUU (2004-2013)



Fuente: Correlation Ventures

### Estrategias en Venture Capital según el ciclo vital de la empresa



Fuente: Kauffman Foundation

## 3. 8. Aircraft Leasing / Transport Renting

### Características principales

El *aircraft leasing* consiste en el alquiler de aeronaves a aerolíneas por parte de empresas de *leasing* que son las que tienen la propiedad de las mismas. El inversor invierte en compañías cuyo único activo es la aeronave que es alquilada a una aerolínea.

- **Elevadas barreras de entrada:** nivel de inversión de capital inicial elevado para la compra de aeronaves y necesidad de tener conocimientos específicos del sector.
- **Flujos muy estables.**
- **Apalancamiento alto:** niveles cercanos al 80% - 90% de apalancamiento habitualmente a través de deuda bancaria.
- **Previsión alta de crecimiento:** un sector que crece en el entorno del 5% anual y se espera que se mantenga.

### Otros datos de interés

- **Rentabilidad objetivo:** 8-10% anual.
- **Horizonte Temporal de la inversión:** 10-12 años.
- **Flujos de distribución:** si.
- **Rentabilidad por dividendo:** 8%.

### Ventajas

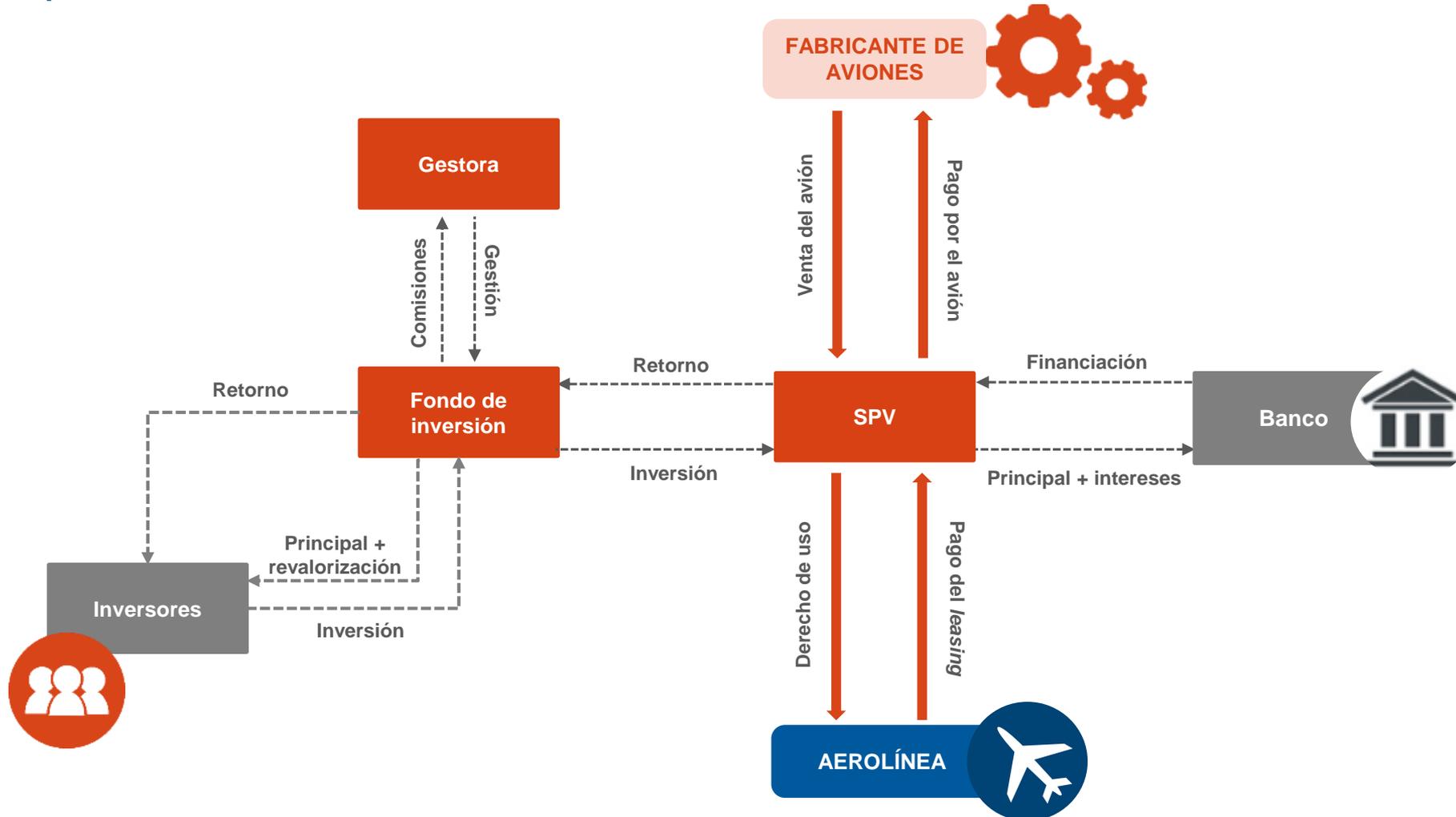
- **Activos subyacentes móviles.** Posibilidad de movilizar el avión si es necesario arrendarlo a nuevo cliente.
- **Activos en propiedad con un valor y una larga vida útil** (20 - 25 años).
- **Estabilidad de flujos.**
- **Reducido riesgo de impago** por parte de las aerolíneas al ser un activo fundamental para el funcionamiento de la compañía.
- El **sector de las aerolíneas crece** a un ritmo alto y sólido. Se espera que en 20 años se duplique el número de las aeronaves.
- Las **aerolíneas optan cada vez más por esta opción** para evitar tener que realizar grandes desembolsos por las aeronaves.

### Riesgos

- Riesgo de **error en la previsión del precio de venta de la aeronave** al finalizar la inversión. Para mitigar este riesgo es habitual contar con expertos valoradores externos.
- La compra de las aeronaves y los flujos por el leasing se hace de forma mayoritaria en USD. Riesgo de **fluctuación del tipo de cambio.**
- Riesgo de **mal mantenimiento de las aeronaves** por parte de las aerolíneas y por tanto de un deterioro más rápido (poco habitual).

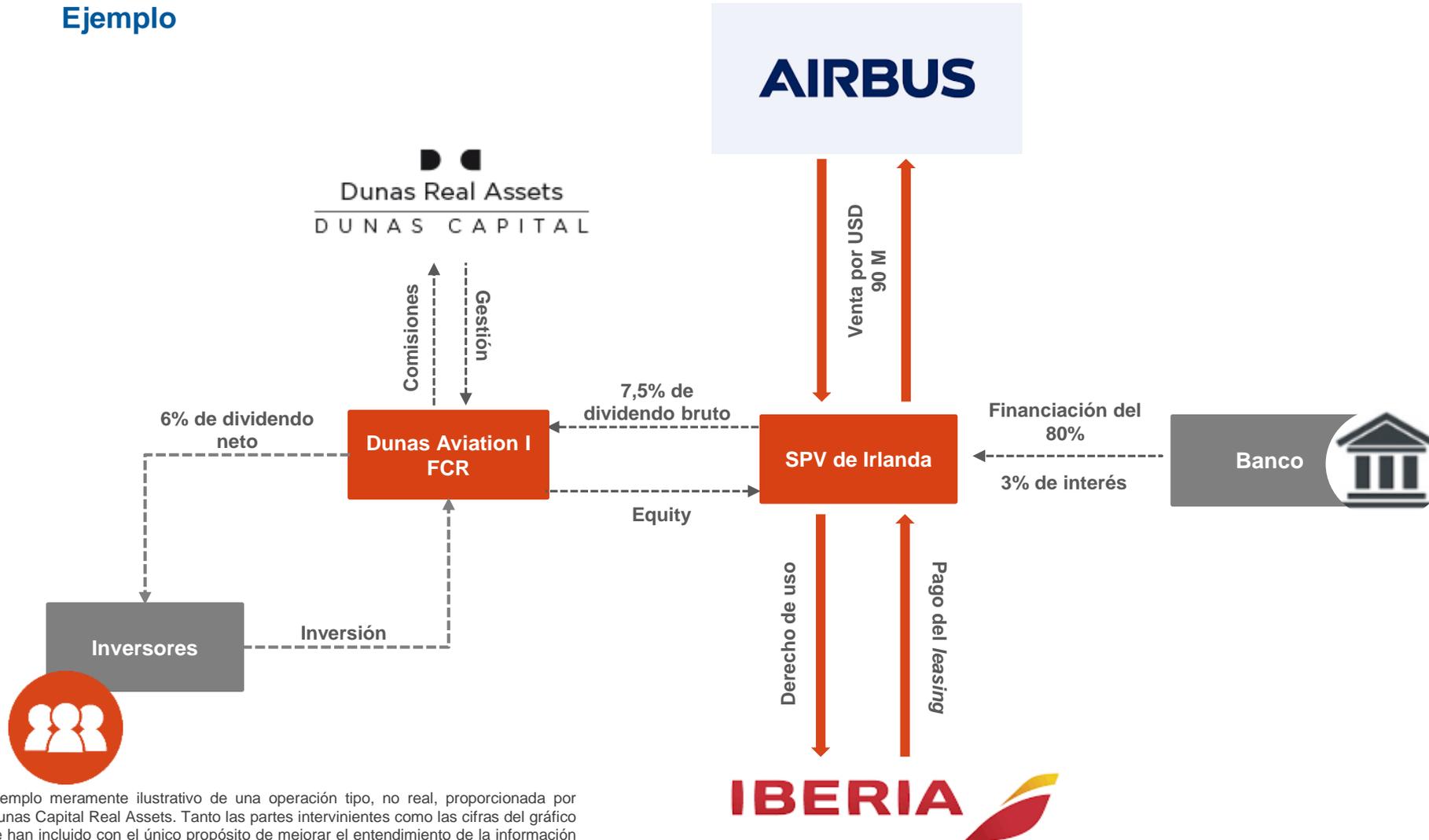
### 3. 8. Aircraft Leasing / Transport Renting

#### Esquema de funcionamiento



### 3. 8. Aircraft Leasing / Transport Renting

#### Ejemplo



Ejemplo meramente ilustrativo de una operación tipo, no real, proporcionada por Dunas Capital Real Assets. Tanto las partes intervinientes como las cifras del gráfico se han incluido con el único propósito de mejorar el entendimiento de la información por parte del receptor sin que reflejen necesariamente las condiciones de mercado.

## 3. 9. Litigation Finance

### Características

**Financiación de litigios** a cambio de una parte definida de los ingresos percibidos derivados de la resolución judicial.

La **necesidad de financiación surge debido a los gastos inherentes al inicio de un procedimiento litigioso** que ha de acarrear el *claimholder* (reclamante/reclamado), y que en ocasiones no dispone del capital necesario para iniciarlo.



### Riesgos

- **Litigation risk:** pagar los costes del juicio si el reclamante (al que financia) pierde.
- **Prestamos sin recurso:** pierden su inversión si no hay una recuperación de la demanda subyacente.

### Clases de financiación

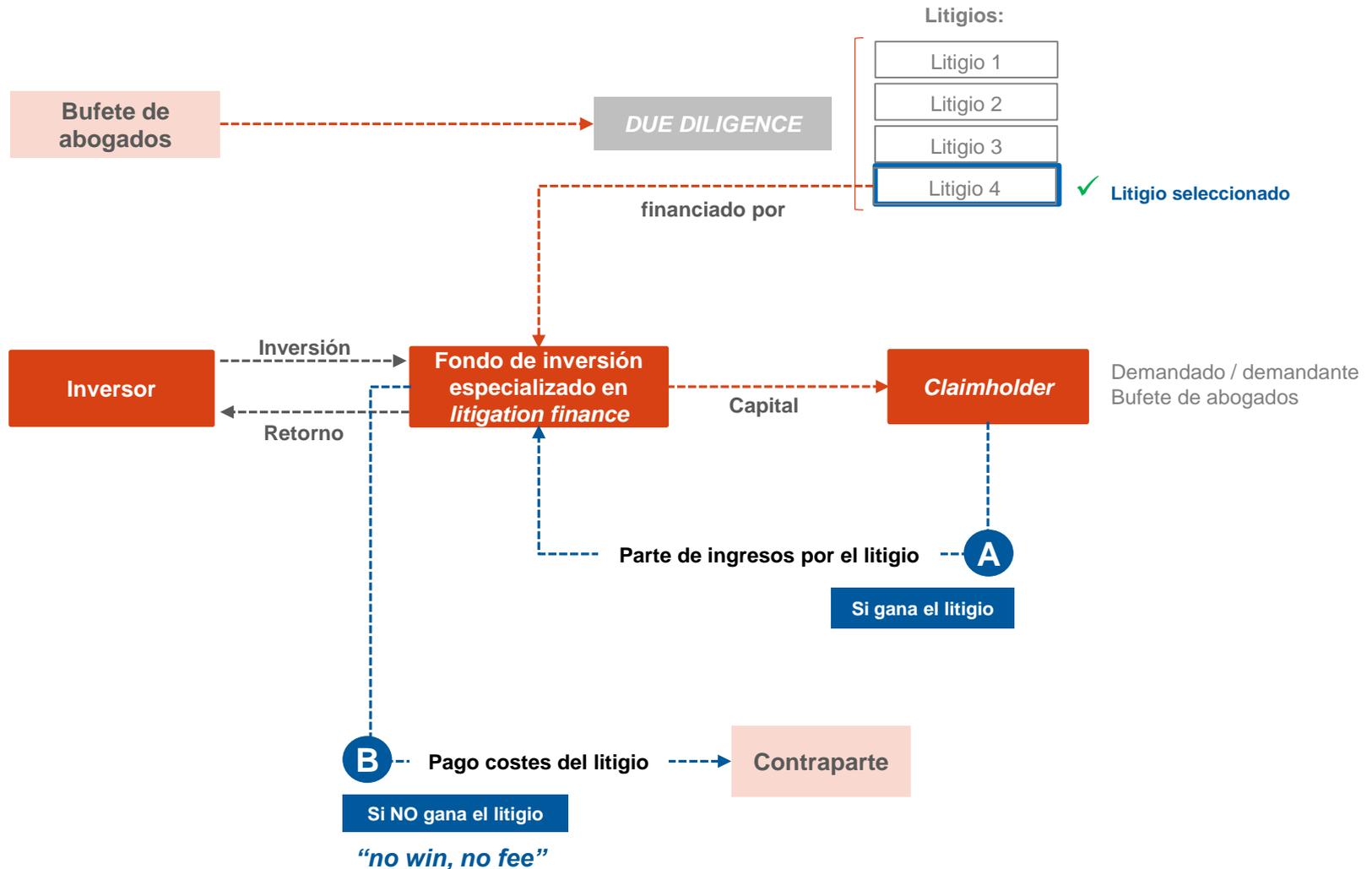
- **Particular:** Pequeños anticipos / provisión de fondos (USD 500-2000).
- **Comercial:** Pago de honorarios y costos de litigios.

### Otros datos de interés

- **Rentabilidad objetivo:** más del 10% (entre 20 y 30% con alto riesgo).
- **Horizonte temporal de la inversión:** corto/medio plazo.
- No correlacionado con el mercado: fuente de **diversificación**.

### 3. 9. Litigation Finance

#### Esquema de funcionamiento



### 3. 9. Litigation Finance

#### Ejemplo

**FINANCIAL TIMES** 11 July 2018  
 Company Announcements  
 Burford Capital Ltd  
 Update re Successful Petersen Appeal Court Result

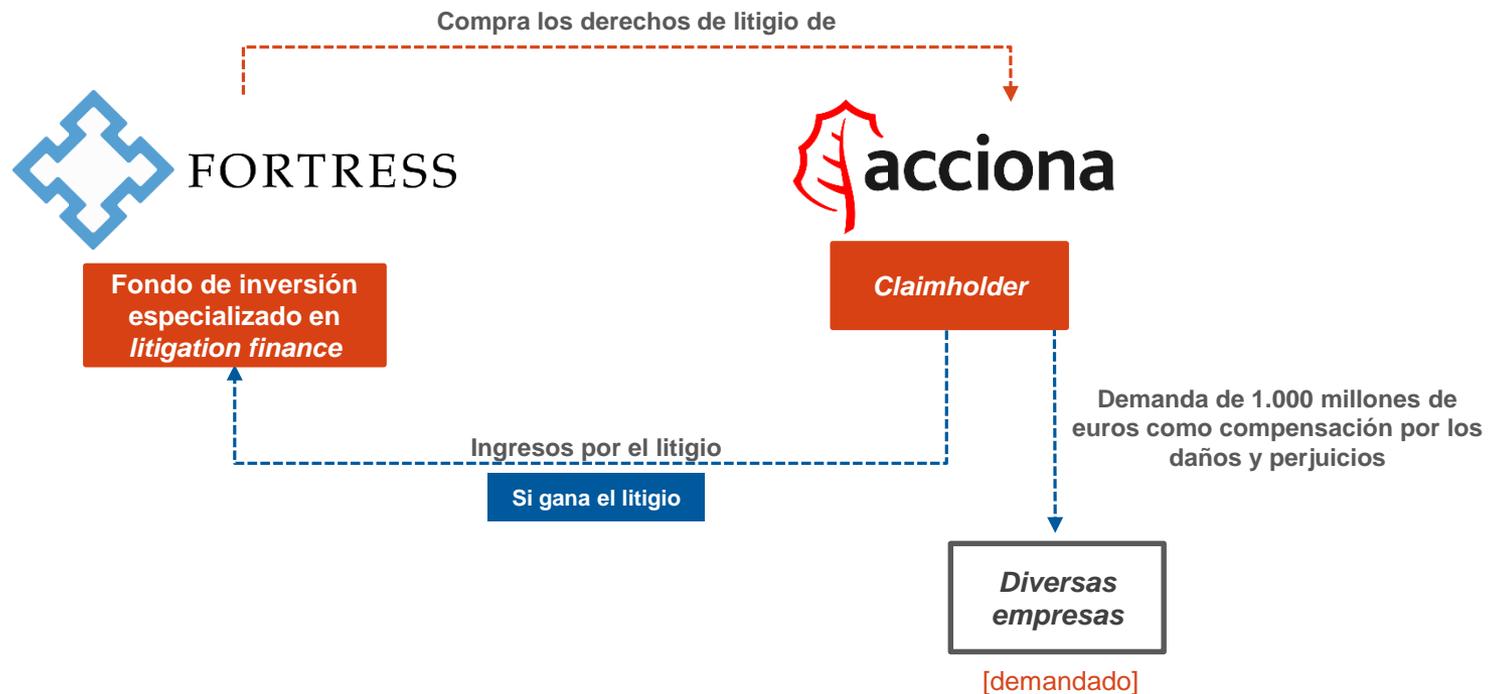


### 3. 9. Litigation Finance

#### Ejemplo

elEconomista.es Empresas y finanzas 3/09/2019

Acciona vende una cartera de litigios al fondo  
Fortress valorada en 300 millones



### 3. 10. Marketplace Lending (peer to peer lending)

#### Características principales

El **marketplace lending** se realiza a través de plataformas digitales que conectan a consumidores o empresas que buscan financiación con inversores dispuestos a dar un préstamo. **Sector joven:** las plataformas con más antigüedad son del 2009 y la gran mayoría se lanzaron entre 2012 y 2014. **Bajos costes:** facilidad para crear una plataforma que vincule a ambas partes.

- **Horizonte Temporal:** 18 meses de media.
- **Distribución de flujos de caja:** no.
- **LTV:** 70% de media.
- **Rating medio:** *high yield*.



#### Ventajas

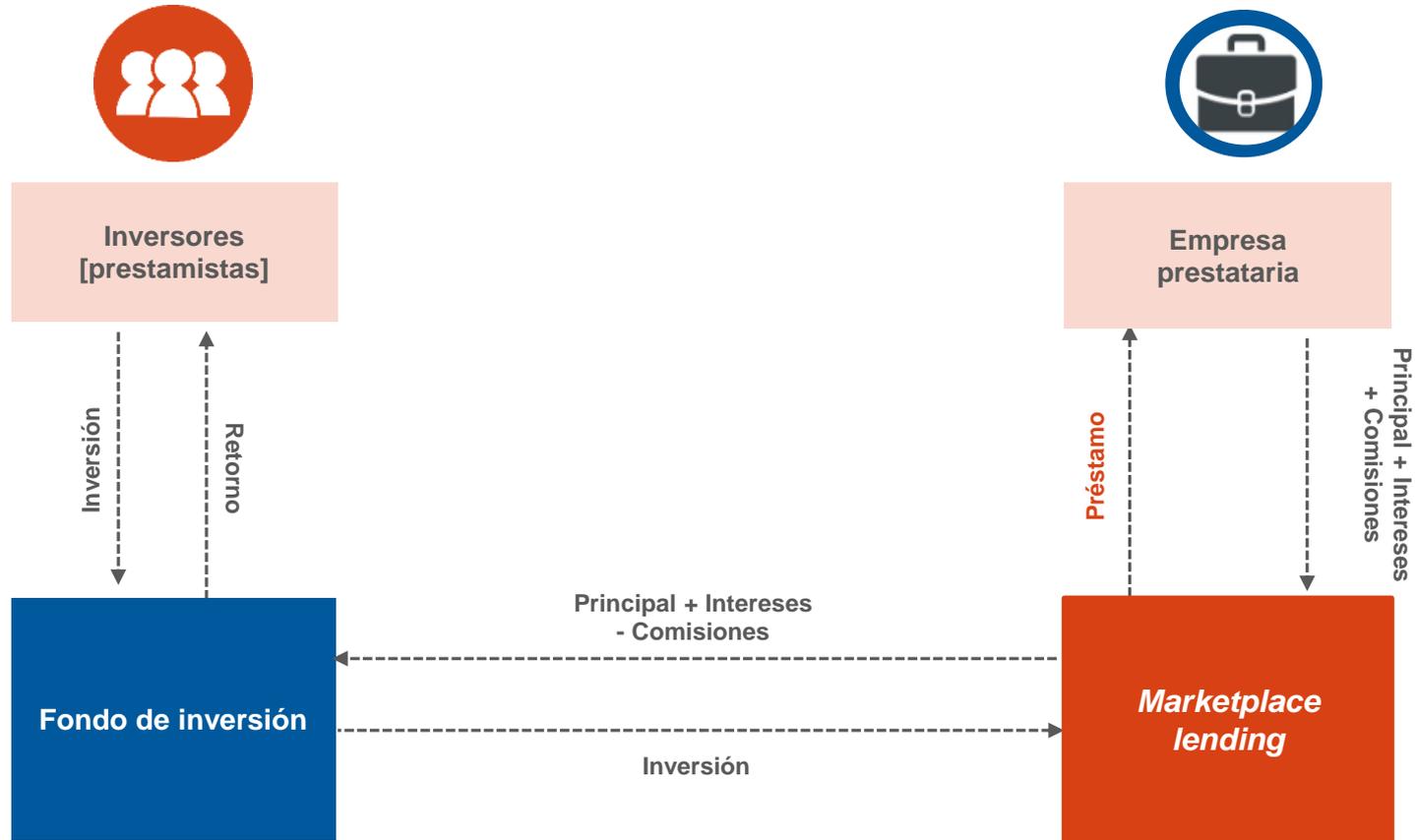
- Mayor agilidad de las transacciones que en los métodos tradicionales.
- Rentabilidades atractivas.
- **Horizonte de inversión flexible:** gran diversidad de opciones de inversión en función del plazo.
- Obligación de mantener el capital de los inversores en cuentas ajenas a la plataforma, lo que le da más **seguridad** en caso de hundimiento de la plataforma.
- Posibilidad de **diversificación** entre los diferentes proyectos que ofrece la plataforma.

#### Riesgos

- A diferencia de los bancos tradicionales, estas plataformas no suelen estar reguladas.
- Riesgo de impago por parte del prestatario (riesgo de crédito elevado).
- Riesgo de no poder hacer líquido el préstamo en el mercado secundario.
- Información limitada sobre el prestatario.
- **Limitadas geográficamente:** por cuestiones regulatorias no se permiten los contratos entre entes de diferentes países.

### 3. 10. Marketplace Lending (peer to peer lending)

#### Esquema de funcionamiento



## 3. 11. Royalties

### Características principales

*Royalty financing* o *Revenue-based financing*, consiste en la inversión de un importe fijo a cambio de flujos variables de ingresos derivados de la tenencia de un *royalty* sobre una patente, marca registrada, etc.

Este activo se puede tomar como una alternativa a la inversión directa en el capital de compañías que tienen este tipo de patentes.

- Horizonte temporal de la inversión: muy a largo plazo (25-40 años).
- Previsión de flujos de caja futuros basados en el uso que se haga de la patente.

### Rentabilidad

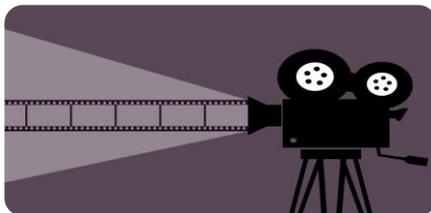
- **Rentabilidad objetivo:** entre el 5 y 20% y dependiendo de la fase de desarrollo del producto.
- Flujos : Distribución : elevados

### Riesgos

- **Riesgo de no recibir flujos de caja futuros estimados.**
- **Riesgos de mercado:** dependencia de los flujos de caja futuros con las ventas del producto durante un plazo de tiempo determinado.
- **Riesgo legal/regulatorio.** Cambio del marco legal de los sectores implicados y especialmente de la regulación relativa a las patentes del sector farmacéutico.

### Industrias

**Audiovisuales:** música, libros, TV, películas



**Sanidad y biotecnología**

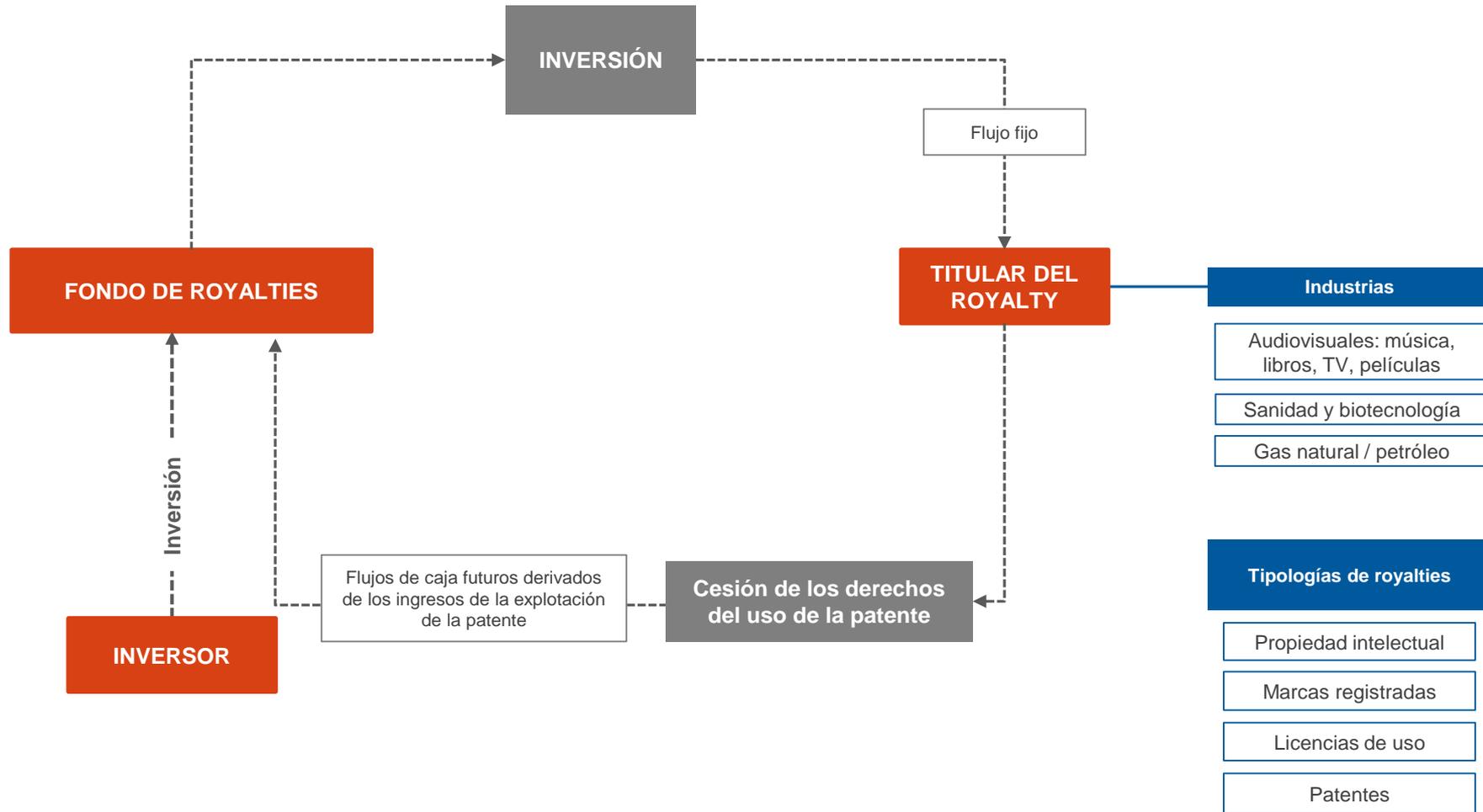


**Gas natural / petróleo**



### 3. 11. Royalties

#### Esquema de funcionamiento

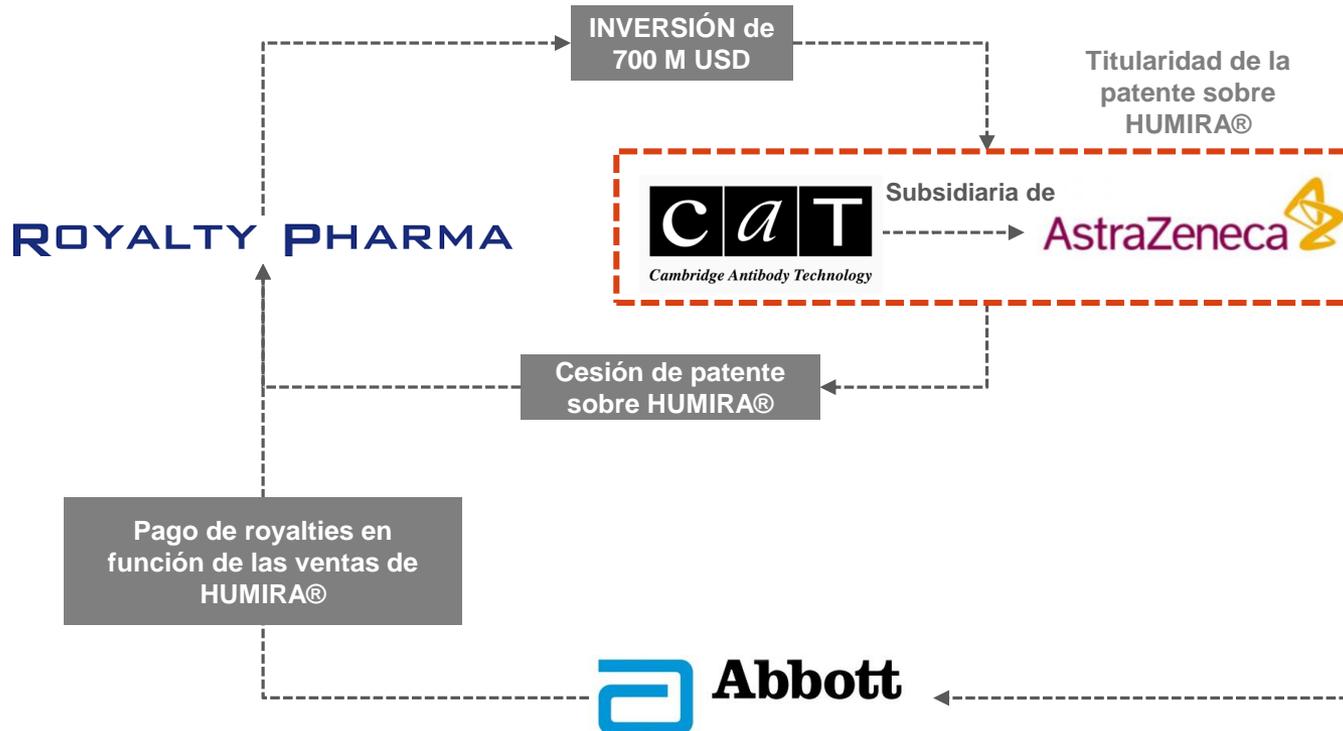


### 3. 11. Royalties

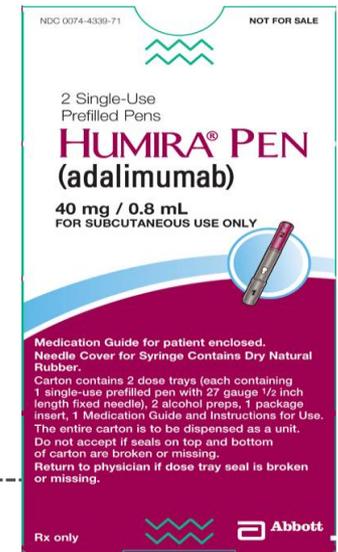
#### Ejemplo

ROYALTY PHARMA ANNOUNCES AGREEMENT REGARDING THE PURCHASE OF THE RIGHTS TO A PRE-EXISTING ROYALTY INTEREST IN HUMIRA® FROM ASTRAZENECA AND CAT

Fuente: Royalty Pharma. 26/10/2006



*The New York Times*  
 Humira's Best-Selling Drug Formula:  
 Start at a High Price. Go Higher.



## 3. 12. Pólizas de vida (*life settlements*)

### Características principales

**Pólizas de seguro de vida transferibles** (de forma anticipada al vencimiento) por el tomador en favor de un tercero por un valor (*life settlement value*, LSV) que será superior al valor de rescate pero inferior a la prestación por fallecimiento:

- La transferencia se puede producir por varios motivos: (i) que el propietario de la póliza ya no necesite o quiera su póliza; (ii) que desee adquirir otra póliza de seguro diferente; (iii) que los pagos de primas ya no sean asequibles.
- Producida la transacción, el **proveedor/compañía de *life settlement*** pasa a ser el nuevo propietario/titular y beneficiario de la póliza, y debe:
  - (i) Pagar las primas pendientes de pago.
  - (ii) cobrar la prestación por fallecimiento del asegurado.
- **Mercado de origen:** Estados Unidos (pólizas de vida están clasificadas como activos transferibles por la regulación)\*

\* Inicialmente reconocida por la Corte Suprema en el caso *Grigsby v. Russell* (1911), y posteriormente reconocidas en la regulación nacional y estatal.

<https://www.lisa.org/industry-resources/life-settlement-regulation>

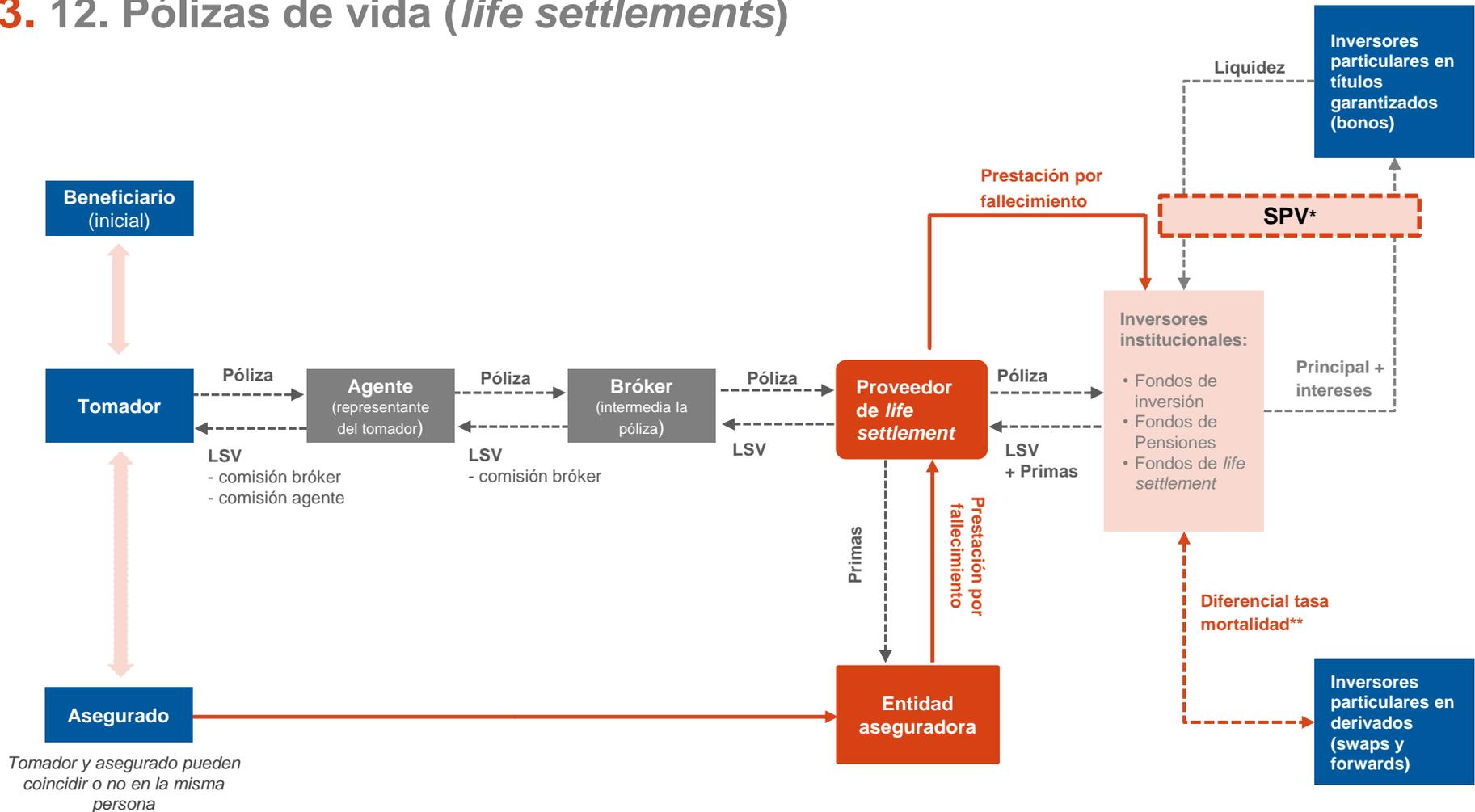
### Rentabilidad

- **Baja correlación con los activos financieros tradicionales.** La rentabilidad (y exposición a riesgo) depende exclusivamente del momento del fallecimiento del asegurado.
- **Prestación por fallecimiento conocida de antemano.**
- **Periodo de supervivencia del asegurado tras realizarse la transacción:** cuanto menor sea el periodo de vida, mayor rendimiento, puesto que se habrán pagado menor nº de primas, y percibirá antes la prestación por fallecimiento.

### Riesgos

- **Riesgo de contraparte:** motivado por la posibilidad de quiebra de la entidad aseguradora emisora del seguro de vida (calidad crediticia de las compañías aseguradoras).
- **Riesgo de longevidad:** si el asegurado vive por encima de su esperanza de vida, el inversor no obtendrá el rendimiento esperado (**primas pagadas + LSV > prestación por fallecimiento**).
- **Riesgo operacional:** multitud de agentes que participan en el proceso de contratación (mayor posibilidad de errores, falsificación de historial médico, pérdida o extravío de documentos).

### 3. 12. Pólizas de vida (*life settlements*)



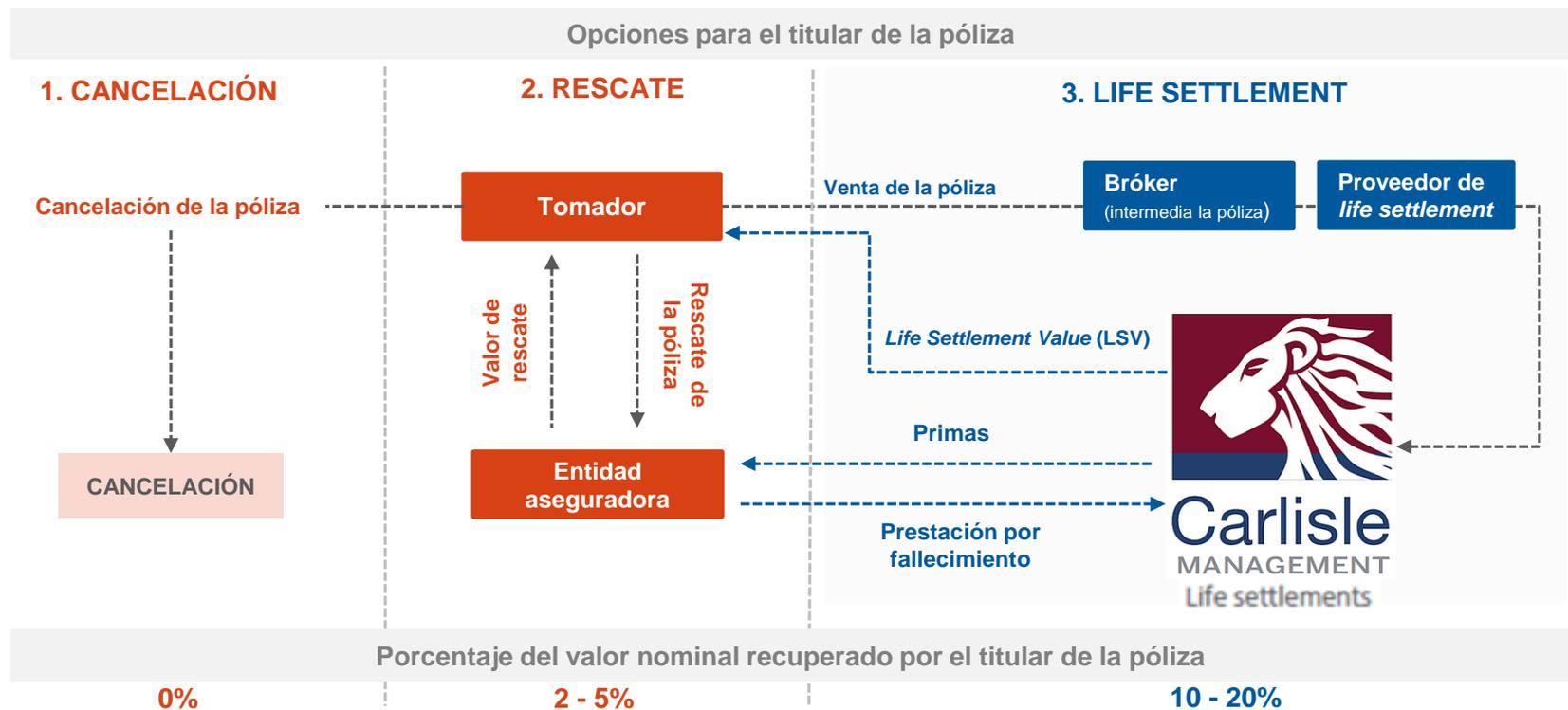
\* Titulización de *life settlements* y emite títulos garantizados por *life settlements* (*Life Settlement Backed Securities*) que se instrumentan fundamentalmente en bonos.

\*\* Intercambio (en fechas futuras) de pagos proporcionales a una tasa de mortalidad predeterminada en el momento del acuerdo, por pagos proporcionales a la tasa real de mortalidad.

### 3. 12. Pólizas de vida (*life settlements*)

#### Ejemplo

- *Carlisle Management Company* gestiona un fondo de pólizas de vida (*Luxembourg Life Fund*).
- El fondo compra en el mercado secundario pólizas de seguro vida-riesgo de aquellos ciudadanos estadounidenses que no desean seguir pagando las primas asociadas a la misma. Tras la transacción, el asegurado sigue siendo la misma persona, pero Carlisle se convierte en el nuevo propietario de la póliza, y por tanto adquiere la responsabilidad de pago de las primas futuras, y los derechos sobre la suma asegurada a percibir cuando concorra la contingencia de fallecimiento del asegurado.



# 4 | ¿Qué es un activo alternativo cotizado?

## 4. ¿Qué es un activo alternativo cotizado?

Una de las principales características de los activos no tradicionales es su **iliquidez**: los activos alternativos suelen negociarse en mercados privados y organizados poco profundos.

### ¿Cómo podemos otorgar liquidez a los activos alternativos?



## Vehiculización de los activos alternativos

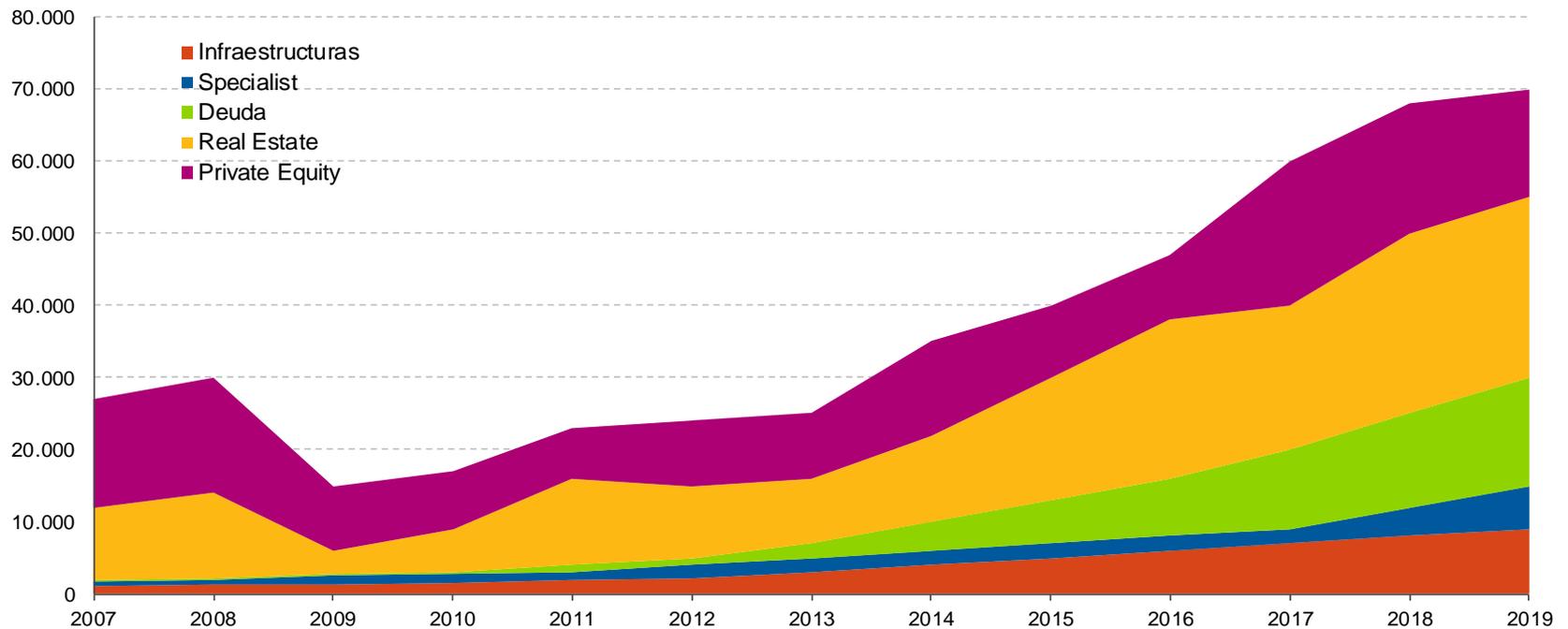
### Características

- **Estructura empresarial:** empresa cotizada o pública.
- **Capital estable:** esta estructura ofrece un capital permanente que permite la inversión en activos ilíquidos.
- **Volumen negociado:** los inversores en este tipo de vehículos pueden aumentar o disminuir su participación con la compra-venta de acciones en el mercado. Del mismo modo, la empresa tiene la posibilidad de emitir nuevas acciones o recomprar las ya existentes. El precio de las participaciones puede no coincidir exactamente con el valor de los activos subyacentes.
- **Inversión adecuada para vehículos UCITS:** esta estructura ofrece a los gestores de fondos UCITS tener exposición a activos alternativos ilíquidos.

## 4. ¿Qué es un activo alternativo cotizado?

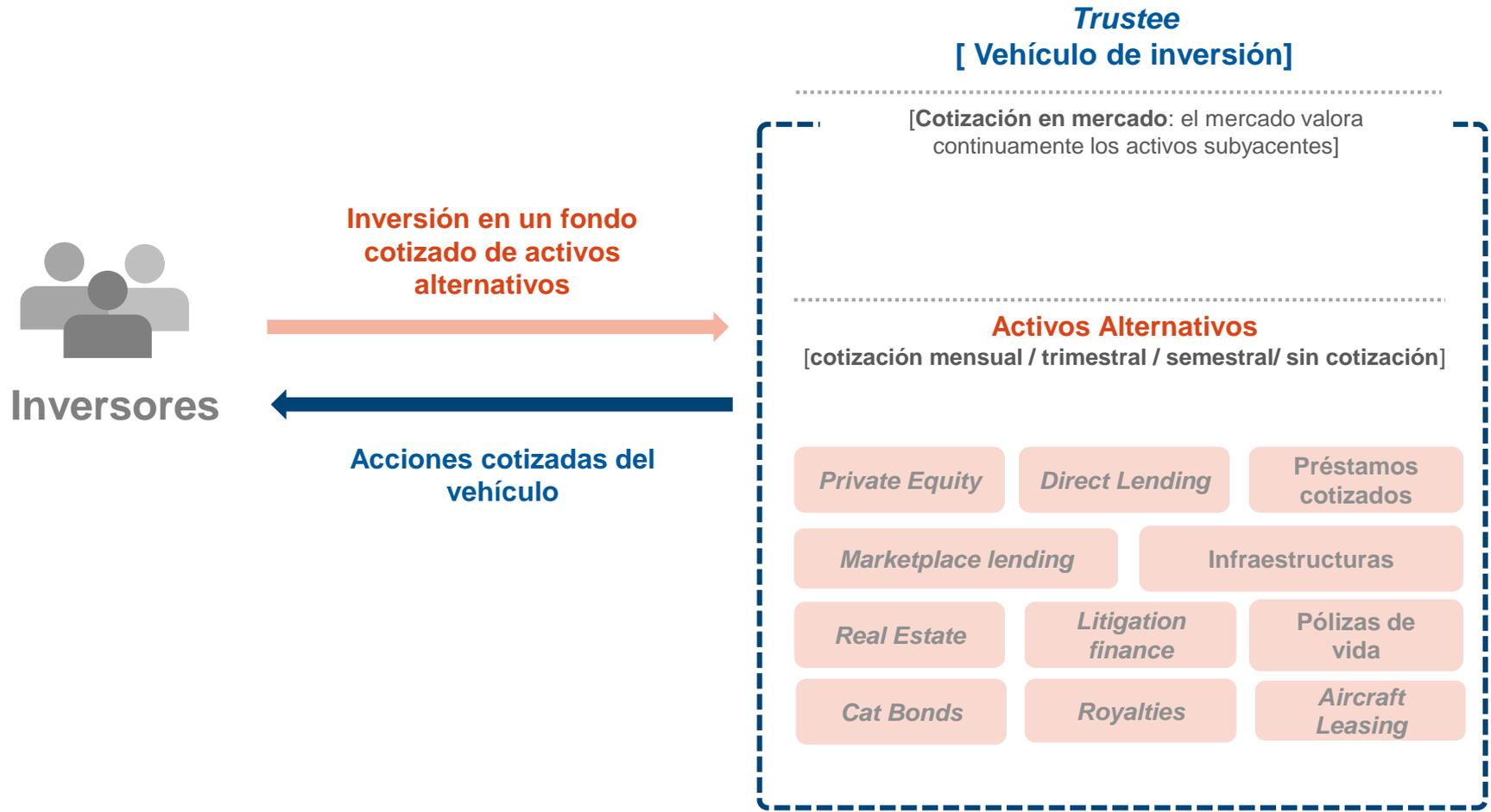
- En los últimos 10–15 años, se ha experimentado un **crecimiento de la accesibilidad a activos alternativos a través de vehículos cotizados**, lo que facilita la inclusión de estos activos en las carteras de los inversores, especialmente *retail*.
- La inversión en **activos alternativos cotizados** ofrece a los inversores exposición a activos no tradicionales de una manera sencilla y a través de una **gestión profesionalizada**.

Crecimiento del mercado de activos alternativos cotizados (Capitalización, millones libras)



Fuente: Afi a partir de Numis.

## 4. ¿Qué es un activo alternativo cotizado?



## 4. ¿Qué es un activo alternativo cotizado?

Ejemplo inversión en *Private Equity* Cotizado: Harbourvest Global Private Equity



## 4. ¿Qué es un activo alternativo cotizado?

### Ejemplo inversión en *Private Equity* Cotizado: Harbourvest Global Private Equity



Fuente: Bloomberg.

# 5 | Gestión de carteras

1. Análisis cuantitativo
2. Carteras modelo
3. Frontera eficiente
4. Ratio de diversificación

## 5. Gestión de carteras

De cara a medir el impacto cuantitativo de la inclusión de los **activos alternativos** en la gestión de activos, se ha realizado un estudio empírico con datos históricos desde 2000 hasta cierre de junio de 2019.

### Análisis cuantitativo

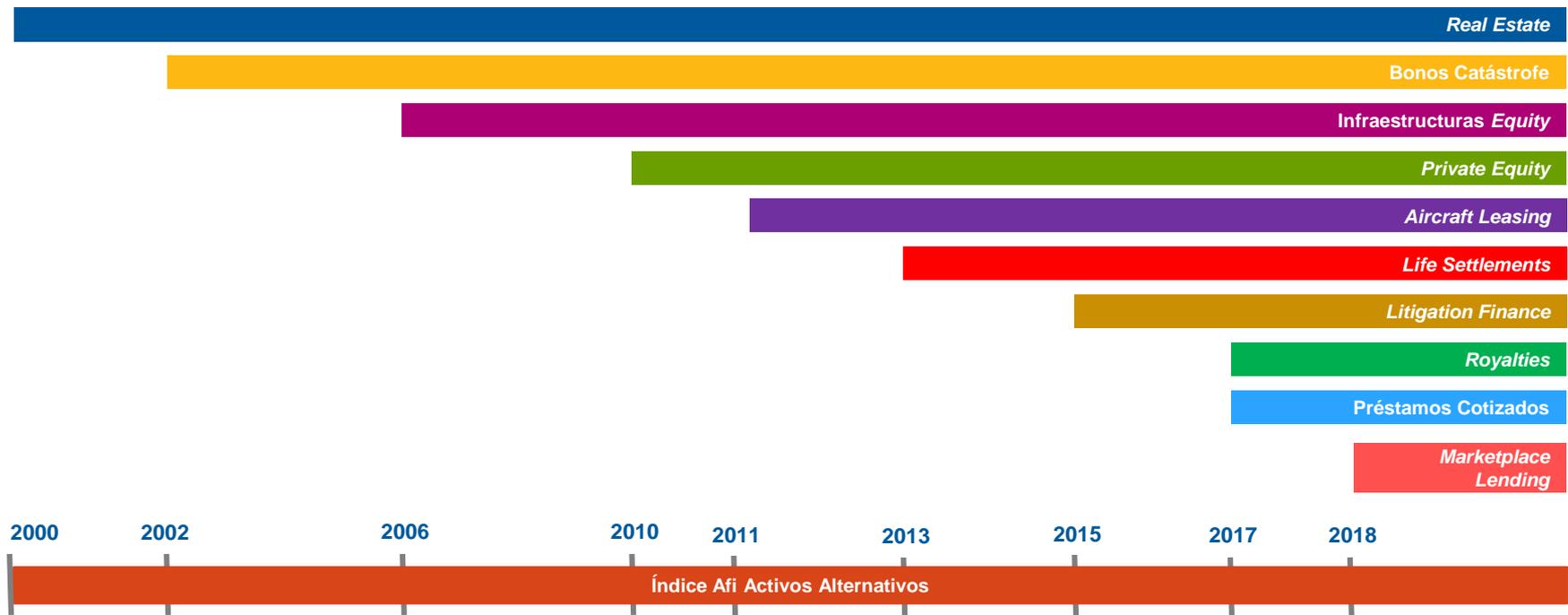
- Este estudio busca analizar el impacto de la inclusión de los activos alternativos, como *asset class*, en diferentes carteras de inversión ajustadas por distintos niveles de riesgo.
- El análisis se realiza a través de índices de mercado y con datos históricos. Como *proxy* para los activos alternativos, Afi ha desarrollado un **Índice de Activos Alternativos\*** que integra los siguientes activos: bonos catástrofe, *Real Estate*, Infraestructuras, *Private Equity*, Préstamos cotizados, y *Market Place Lending*.
- Partiendo de unas carteras de inversión, se estudia cómo la inclusión de activos alternativos en diferentes proporciones y en sustitución de activos de renta fija o activos de renta variable, afecta el comportamiento de las carteras en términos de rentabilidad y riesgo
- Este análisis asume que la inversión en activos alternativos se realiza en todos los activos alternativos analizados en este informe de forma equiponderada. Debe tomarse este análisis como una aproximación a la inversión en activos alternativos. En la gestión de carteras reales la diversidad de activos alternativos permite seleccionar aquellos que mejor se adaptan a la cartera de activos tradicionales, el perfil de riesgo y objetivos del inversor. Del mismo modo, se ha incluido la inversión en activos alternativos en sustitución por el conjunto de los activos de renta fija y renta variable. A la hora de diseñar una cartera real se debe optimizar seleccionando aquellos sub-activos que deben ser sustituidos por activos alternativos.

\* **Índice de Activos Alternativos:** el índice se ha realizado en base a la disponibilidad de datos públicos de Activos Alternativos. El índice busca ser representativo del universo invertible de Activos Alternativos, no obstante, el índice podría ser susceptible de incorporar un mayor número de activos en el futuro, como consecuencia del desarrollo del mercado y de una mayor disponibilidad de datos.

## 5. Gestión de carteras

### Índice Afi de Activos Alternativos

- El índice de Activos Alternativos\* se ha construido incluyendo nuevos activos o índices a medida que hay datos disponibles. Es por lo tanto, más completo y representativo a lo largo del tiempo, a medida que se incluyen nuevos activos.



**\*Índice de Activos Alternativos:** el índice se ha realizado en base a la disponibilidad de datos públicos de activos alternativos. El índice es susceptible de incorporar un mayor número de activos en el futuro, como consecuencia del desarrollo del mercado y de una mayor disponibilidad de datos.

## 5. Gestión de carteras

### Carteras modelo

Se han diseñado **dos carteras modelo** correspondientes a dos perfiles de riesgo: **Conservador y Arriesgado**. Las carteras iniciales se componen de la siguiente manera:

Categoría	Conservador	Arriesgado
<b>Liquidez</b>	<b>5%</b>	<b>0%</b>
Deuda Pública UME Corto Plazo	25%	0%
Deuda Pública UME Largo Plazo	15%	0%
<b>Deuda Pública EEUU</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
<b>Renta Fija Privada Investment Grade EUR</b>	<b>15%</b>	<b>5%</b>
Renta Fija Privada High Yield EUR	5%	13%
Renta Fija Emergente	0%	8%
<b>Renta Fija</b>	<b>65%</b>	<b>30%</b>
<b>Renta Variable Euro</b>	<b>13%</b>	<b>20%</b>
Renta Variable EEUU	13%	20%
Renta Variable Japón	5%	15%
<b>Renta Variable Emergente</b>	<b>0%</b>	<b>15%</b>
<b>Renta Variable</b>	<b>30%</b>	<b>70%</b>
Activos Alternativos	0%	0%
	100%	100%

Nota. Se han utilizado los siguiente índices para cada una de las categorías de activos:

Euribor 12 Month ACT/360, The BofA Merrill Lynch 1-3Y Eur Government, The BofA Merrill Lynch 5-7yr Euro Govt, ICE BofAML All Maturity US Government Index, ICE BofAML Euro Corporate Index, ICE BofAML Euro High Yield Index, The BofA Merrill Lynch EM Ext Debt, Euro Stoxx Net Return, S&P 500 Net Total Return, NIKKEI 225, MSCI Emerging Markets Net Total Return.

## 5. Gestión de carteras

Las siguientes tablas recogen los ocho escenarios que se han analizado para cada uno de los dos perfiles:

### Análisis de escenarios: sustitución de Renta Fija

#### Escenario 1: inversión de un 5% de la Renta Fija en Activos Alternativos

	Liquidez	DP UME CP	DP UME LP	DP EEUU	RF IG EUR	RF HY EUR	RF EM	RV EUR	RV EEUU	RV Jap	RV EM	Act. Alt.	Liq.	RF	RV	Act. Alt.
<b>Conservador RF 5%</b>	5,0%	23,8%	14,3%	4,8%	14,3%	4,8%	0,0%	12,5%	12,5%	5,0%	0,0%	3,3%	5,0%	61,8%	30,0%	3,3%
<b>Arriesgado RF 5%</b>	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%	4,8%	11,9%	7,1%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	1,5%	0,0%	28,5%	70,0%	1,5%

#### Escenario 2: inversión de un 15% de la Renta Fija en Activos Alternativos

	Liquidez	DP UME CP	DP UME LP	DP EEUU	RF IG EUR	RF HY EUR	RF EM	RV EUR	RV EEUU	RV Jap	RV EM	Act. Alt.	Liq.	RF	RV	Act. Alt.
<b>Conservador RF 15%</b>	5,0%	21,3%	12,8%	4,3%	12,8%	4,3%	0,0%	12,5%	12,5%	5,0%	0,0%	9,8%	5,0%	55,3%	30,0%	9,8%
<b>Arriesgado RF 15%</b>	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	4,3%	10,6%	6,4%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	4,5%	0,0%	25,5%	70,0%	4,5%

#### Escenario 3: inversión de un 25% de la Renta Fija en Activos Alternativos

	Liquidez	DP UME CP	DP UME LP	DP EEUU	RF IG EUR	RF HY EUR	RF EM	RV EUR	RV EEUU	RV Jap	RV EM	Act. Alt.	Liq.	RF	RV	Act. Alt.
<b>Conservador RF 25%</b>	5,0%	18,8%	11,3%	3,8%	11,3%	3,8%	0,0%	12,5%	12,5%	5,0%	0,0%	16,3%	5,0%	48,8%	30,0%	16,3%
<b>Arriesgado RF 25%</b>	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	3,8%	9,4%	5,6%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	7,5%	0,0%	22,5%	70,0%	7,5%

#### Escenario 4: inversión de un 50% de la Renta Fija en Activos Alternativos

	Liquidez	DP UME CP	DP UME LP	DP EEUU	RF IG EUR	RF HY EUR	RF EM	RV EUR	RV EEUU	RV Jap	RV EM	Act. Alt.	Liq.	RF	RV	Act. Alt.
<b>Conservador RF 50%</b>	5,0%	12,5%	7,5%	2,5%	7,5%	2,5%	0,0%	12,5%	12,5%	5,0%	0,0%	32,5%	5,0%	32,5%	30,0%	32,5%
<b>Arriesgado RF 50%</b>	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	2,5%	6,3%	3,8%	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	0,0%	15,0%	70,0%	15,0%

Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct

## 5. Gestión de carteras

Las siguientes tablas recogen los ocho escenarios que se han analizado para cada uno de los dos perfiles:

### Análisis de escenarios: sustitución de Renta Variable

#### Escenario 5: inversión de un 5% de la Renta Variable en Activos Alternativos

	Liquidez	DP UME CP	DP UME LP	DP EEUU	RF IG EUR	RF HY EUR	RF EM	RV EUR	RV EEUU	RV Jap	RV EM	Act. Alt.	Liq.	RF	RV	Act. Alt.
Conservador RV 5%	5,0%	25,0%	15,0%	5,0%	15,0%	5,0%	0,0%	11,9%	11,9%	4,8%	0,0%	1,5%	5,0%	65,0%	28,5%	1,5%
Arriesgado RV 5%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	12,5%	7,5%	19,0%	19,0%	14,3%	14,3%	3,5%	0,0%	30,0%	66,5%	3,5%

#### Escenario 6: inversión de un 15% de la Renta Variable en Activos Alternativos

	Liquidez	DP UME CP	DP UME LP	DP EEUU	RF IG EUR	RF HY EUR	RF EM	RV EUR	RV EEUU	RV Jap	RV EM	Act. Alt.	Liq.	RF	RV	Act. Alt.
Conservador RV 15%	5,0%	25,0%	15,0%	5,0%	15,0%	5,0%	0,0%	10,6%	10,6%	4,3%	0,0%	4,5%	5,0%	65,0%	25,5%	4,5%
Arriesgado RV 15%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	12,5%	7,5%	17,0%	17,0%	12,8%	12,8%	10,5%	0,0%	30,0%	59,5%	10,5%

#### Escenario 7: inversión de un 25% de la Renta Variable en Activos Alternativos

	Liquidez	DP UME CP	DP UME LP	DP EEUU	RF IG EUR	RF HY EUR	RF EM	RV EUR	RV EEUU	RV Jap	RV EM	Act. Alt.	Liq.	RF	RV	Act. Alt.
Conservador RV 25%	5,0%	25,0%	15,0%	5,0%	15,0%	5,0%	0,0%	9,4%	9,4%	3,8%	0,0%	7,5%	5,0%	65,0%	22,5%	7,5%
Arriesgado RV 25%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	12,5%	7,5%	15,0%	15,0%	11,3%	11,3%	17,5%	0,0%	30,0%	52,5%	17,5%

#### Escenario 8: inversión de un 50% de la Renta Variable en Activos Alternativos

	Liquidez	DP UME CP	DP UME LP	DP EEUU	RF IG EUR	RF HY EUR	RF EM	RV EUR	RV EEUU	RV Jap	RV EM	Act. Alt.	Liq.	RF	RV	Act. Alt.
Conservador RV 50%	5,0%	25,0%	15,0%	5,0%	15,0%	5,0%	0,0%	6,3%	6,3%	2,5%	0,0%	15,0%	5,0%	65,0%	15,0%	15,0%
Arriesgado RV 50%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	12,5%	7,5%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%	35,0%	0,0%	30,0%	35,0%	35,0%

Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct

## 5. Gestión de carteras

### Análisis de escenarios: Perfil Conservador

#### Sustitución de Renta Fija por Activos Alternativos

Activos Alternativos	Rentabilidad	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Conservador	6,73	3,64	4,42	3,76	5,51	4,87
5%	Conservador RF 5%	6,78	3,63	4,81	4,15	5,80	5,08
15%	Conservador RF 15%	6,90	3,61	5,58	4,94	6,38	5,50
25%	Conservador RF 25%	7,01	3,58	6,36	5,72	6,95	5,91
50%	Conservador RF 50%	7,29	3,51	8,32	7,71	8,40	6,95

Activos Alternativos	Volatilidad	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Conservador	3,85	4,34	3,70	4,64	5,17	5,62
5%	Conservador RF 5%	3,92	4,47	3,78	4,70	5,21	5,71
15%	Conservador RF 15%	4,12	4,77	4,00	4,86	5,34	5,92
25%	Conservador RF 25%	4,35	5,11	4,27	5,07	5,50	6,17
50%	Conservador RF 50%	5,06	6,07	5,15	5,76	6,02	6,92

Activos Alternativos	Sharpe	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Conservador	1,75	0,84	1,20	0,81	1,07	0,87
5%	Conservador RF 5%	1,73	0,81	1,27	0,88	1,11	0,89
15%	Conservador RF 15%	1,67	0,76	1,40	1,02	1,19	0,93
25%	Conservador RF 25%	1,61	0,70	1,49	1,13	1,26	0,96
50%	Conservador RF 50%	1,44	0,58	1,62	1,34	1,40	1,00

\*Ratio de Sharpe: se asume que el tipo de libre de riesgo es igual a cero.

Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct

Los resultados muestran como para un **perfil conservador**, la inclusión de activos alternativos, en sustitución a la renta fija, favorece la cartera en términos de **rentabilidad** en todos los periodos analizados, excepto a 1 año. Sin embargo, se observa como el nivel de volatilidad es más elevado tras incorporar los activos alternativos, ya que éstos en su conjunto son más volátiles que la renta fija. No obstante, para un **horizonte temporal superior a 3 años**, el **aumento de riesgo se compensa con un mayor incremento de rentabilidad**, lo que genera un **binomio de rentabilidad riesgo (Ratio de Sharpe) más positivo que el de la cartera inicial**.

## 5. Gestión de carteras

### Análisis de escenarios: Perfil Conservador

#### Sustitución de Renta Variable por Activos Alternativos

Activos Alternativos	Rentabilidad	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Conservador	6,73	3,64	4,42	3,76	5,51	4,87
5%	Conservador RV 5%	6,57	3,61	4,44	3,84	5,54	4,90
15%	Conservador RV 15%	6,25	3,55	4,48	4,00	5,58	4,97
25%	Conservador RV 25%	5,93	3,49	4,52	4,15	5,62	5,03
50%	Conservador RV 50%	5,14	3,33	4,60	4,54	5,71	5,17

Activos Alternativos	Volatilidad	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Conservador	3,85	4,34	3,70	4,64	5,17	5,62
5%	Conservador RV 5%	3,70	4,20	3,57	4,46	4,96	5,39
15%	Conservador RV 15%	3,43	3,93	3,33	4,11	4,55	4,95
25%	Conservador RV 25%	3,18	3,68	3,12	3,77	4,15	4,53
50%	Conservador RV 50%	2,64	3,15	2,72	3,07	3,27	3,56

Activos Alternativos	Sharpe	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Conservador	1,75	0,84	1,20	0,81	1,07	0,87
5%	Conservador RV 5%	1,78	0,86	1,24	0,86	1,12	0,91
15%	Conservador RV 15%	1,82	0,90	1,34	0,97	1,23	1,00
25%	Conservador RV 25%	1,87	0,95	1,45	1,10	1,35	1,11
50%	Conservador RV 50%	1,94	1,06	1,69	1,48	1,75	1,45

\*Ratio de Sharpe: se asume que el tipo de libre de riesgo es igual a cero.

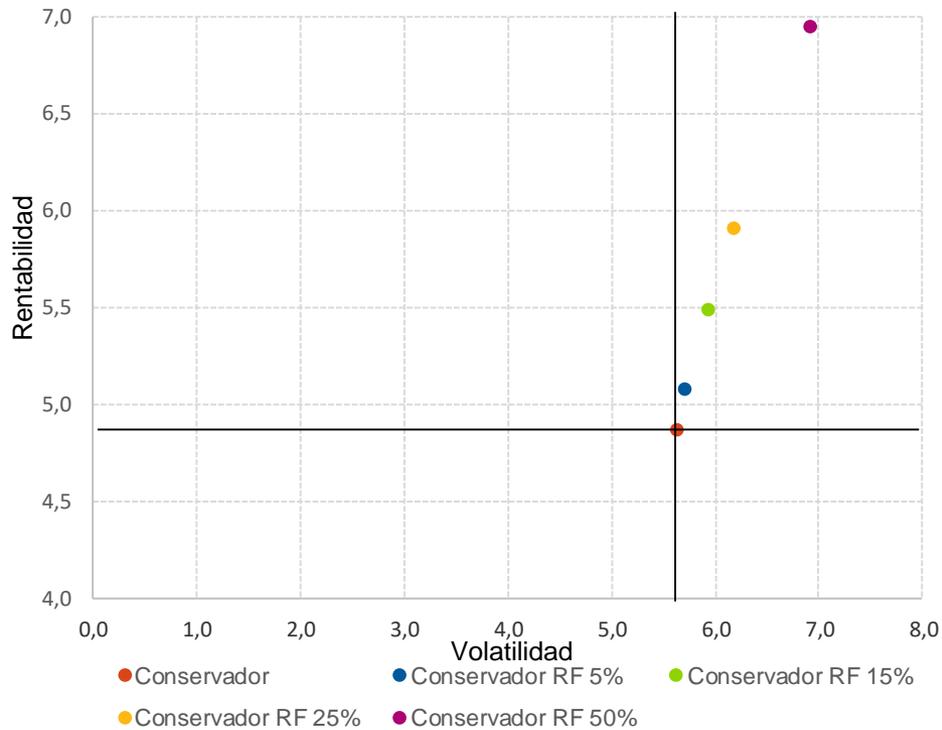
Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct.

Los resultados muestran como para un **perfil conservador**, la inclusión de activos alternativos, en sustitución a la renta variable, favorece la cartera en términos de **rentabilidad** en todos los periodos analizados, excepto a 1 año. Asimismo se observa como el **nivel de volatilidad es menor tras incorporar los activos alternativos en cartera. Esto se explica por la incorporación de un nuevo activo en cartera, con un grado de correlación bajo frente a la Renta Fija y frente a la Renta Variable.** Estas ventajas se ven reiteradas en el binomio rentabilidad-riesgo, que es superior bajo todos los escenarios y en todos los periodos de tiempo analizados.

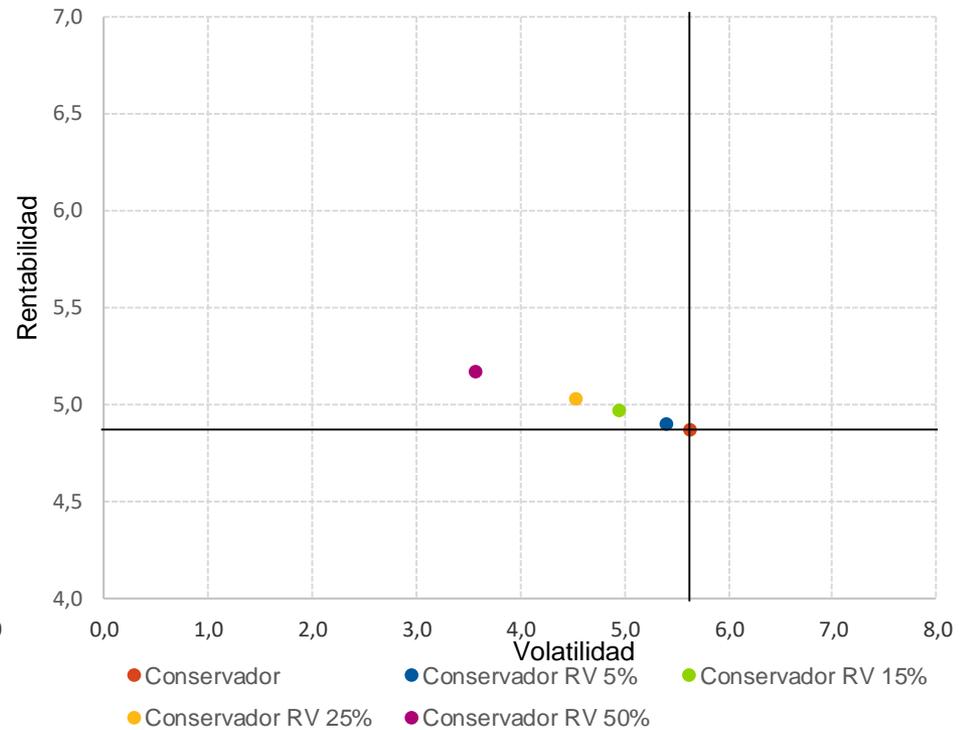
## 5. Gestión de carteras

### Análisis de escenarios: Perfil Conservador

Sustitución de **Renta Fija** por Activos Alternativos  
(15 años)



Sustitución de **Renta Variable** por Activos Alternativos  
(15 años)



Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct.

Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct.

## 5. Gestión de carteras

### Ratio de diversificación: Perfil Conservador

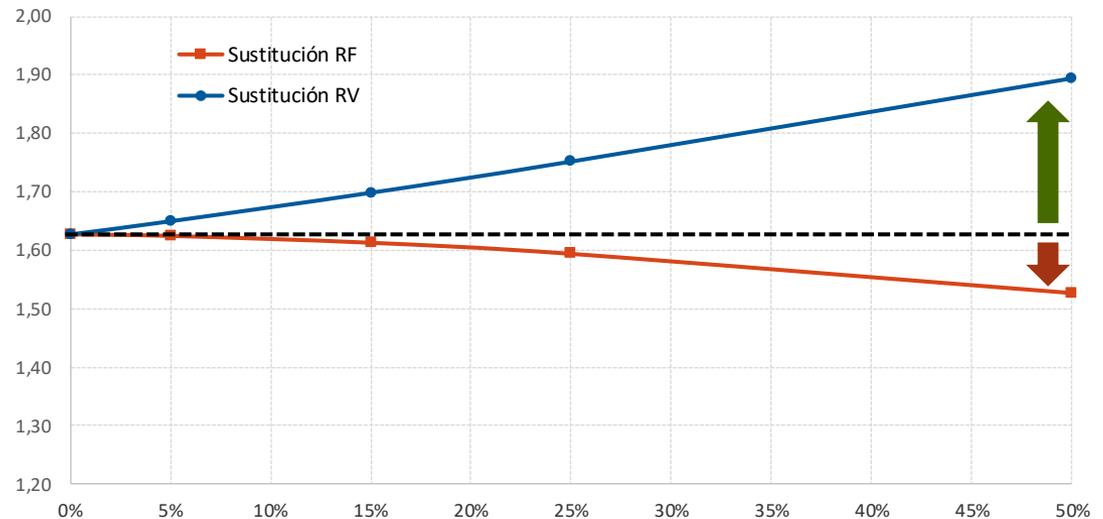
El ratio de diversificación mide el riesgo ponderado del total de activos en cartera por unidades de riesgo real de la cartera. Es decir, nos indica el nivel de diversificación de la cartera: cuanto mayor sea el ratio más diversificada estará la cartera.

#### Sustitución RF por Act. Alternativos

Ratio Diversificación	Histórico
<b>Conservador</b>	<b>1,63</b>
Conservador RF 5%	1,63
Conservador RF 15%	1,61
Conservador RF 25%	1,59
Conservador RF 50%	1,53

#### Sustitución RV por Act. Alternativos

Ratio Diversificación	Histórico
<b>Conservador</b>	<b>1,63</b>
Conservador RV 5%	1,65
Conservador RV 15%	1,70
Conservador RV 25%	1,75
Conservador RV 50%	1,89



Fuente: Afi.

$$RD = \frac{\sum wi * \sigma i}{\sigma C}$$

$w_i$ : peso de cada activo en la cartera

$\sigma_i$ : desviación típica de cada activo

$\sigma_C$ : desviación típica del conjunto de la cartera

## 5. Gestión de carteras

### Análisis de escenarios: Perfil Arriesgado

#### Sustitución de Renta Fija por Activos Alternativos

Activos Alternativos	Rentabilidad	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Arriesgado	11,67	4,23	9,40	5,98	8,52	7,41
5%	Arriesgado RF 5%	11,85	4,36	9,64	6,23	8,73	7,54
15%	Arriesgado RF 15%	11,77	4,23	9,92	6,54	8,90	7,66
25%	Arriesgado RF 25%	11,69	4,11	10,21	6,85	9,07	7,78
50%	Arriesgado RF 50%	11,49	3,79	10,92	7,64	9,50	8,07

Activos Alternativos	Volatilidad	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Arriesgado	8,18	9,69	8,24	10,24	11,37	13,31
5%	Arriesgado RF 5%	8,21	9,74	8,27	10,26	11,37	13,32
15%	Arriesgado RF 15%	8,27	9,84	8,33	10,29	11,39	13,36
25%	Arriesgado RF 25%	8,33	9,94	8,40	10,33	11,41	13,41
50%	Arriesgado RF 50%	8,51	10,21	8,60	10,44	11,48	13,54

Activos Alternativos	Sharpe	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Arriesgado	1,43	0,44	1,14	0,58	0,75	0,56
5%	Arriesgado RF 5%	1,44	0,45	1,17	0,61	0,77	0,57
15%	Arriesgado RF 15%	1,42	0,43	1,19	0,64	0,78	0,57
25%	Arriesgado RF 25%	1,40	0,41	1,21	0,66	0,79	0,58
50%	Arriesgado RF 50%	1,35	0,37	1,27	0,73	0,83	0,60

\*Ratio de Sharpe: se asume que el tipo de libre de riesgo es igual a cero.

Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct.

Los resultados muestran como para un **perfil arriesgado**, la inclusión de activos alternativos, en sustitución a la renta fija, favorece la cartera en términos de **rentabilidad** en todos los periodos analizados, excepto a 1 año. Sin embargo, se observa como el nivel de volatilidad es ligeramente más elevado tras incorporar los activos alternativos, ya que éstos en su conjunto son más volátiles que la renta fija. No obstante, para un **horizonte temporal superior a 3 años**, el **aumento de riesgo se compensa con un mayor incremento de rentabilidad**, lo que genera un binomio de rentabilidad riesgo (Ratio de Sharpe) más positivo que el de la cartera inicial.

## 5. Gestión de carteras

### Análisis de escenarios: Perfil Arriesgado

#### Sustitución de Renta Variable por Activos Alternativos

Activos Alternativos	Rentabilidad	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Arriesgado	11,67	4,23	9,40	5,98	8,52	7,41
5%	Arriesgado RV 5%	11,58	4,42	9,56	6,33	8,76	7,58
15%	Arriesgado RV 15%	10,95	4,40	9,68	6,83	8,99	7,76
25%	Arriesgado RV 25%	10,32	4,39	9,80	7,33	9,22	7,94
50%	Arriesgado RV 50%	8,76	4,32	10,07	8,55	9,74	8,33

Activos Alternativos	Volatilidad	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Arriesgado	8,18	9,69	8,24	10,24	11,37	13,31
5%	Arriesgado RV 5%	7,90	9,38	7,95	9,83	10,89	12,77
15%	Arriesgado RV 15%	7,38	8,79	7,40	9,03	9,96	11,75
25%	Arriesgado RV 25%	6,88	8,22	6,90	8,27	9,06	10,74
50%	Arriesgado RV 50%	5,82	7,03	5,95	6,64	6,99	8,41

Activos Alternativos	Sharpe	2019	1 año	3 años	5 años	10 años	15 años
0%	Arriesgado	1,43	0,44	1,14	0,58	0,75	0,56
5%	Arriesgado RV 5%	1,46	0,47	1,20	0,64	0,80	0,59
15%	Arriesgado RV 15%	1,48	0,50	1,31	0,76	0,90	0,66
25%	Arriesgado RV 25%	1,50	0,53	1,42	0,89	1,02	0,74
50%	Arriesgado RV 50%	1,50	0,62	1,69	1,29	1,39	0,99

\*Ratio de Sharpe: se asume que el tipo de libre de riesgo es igual a cero.

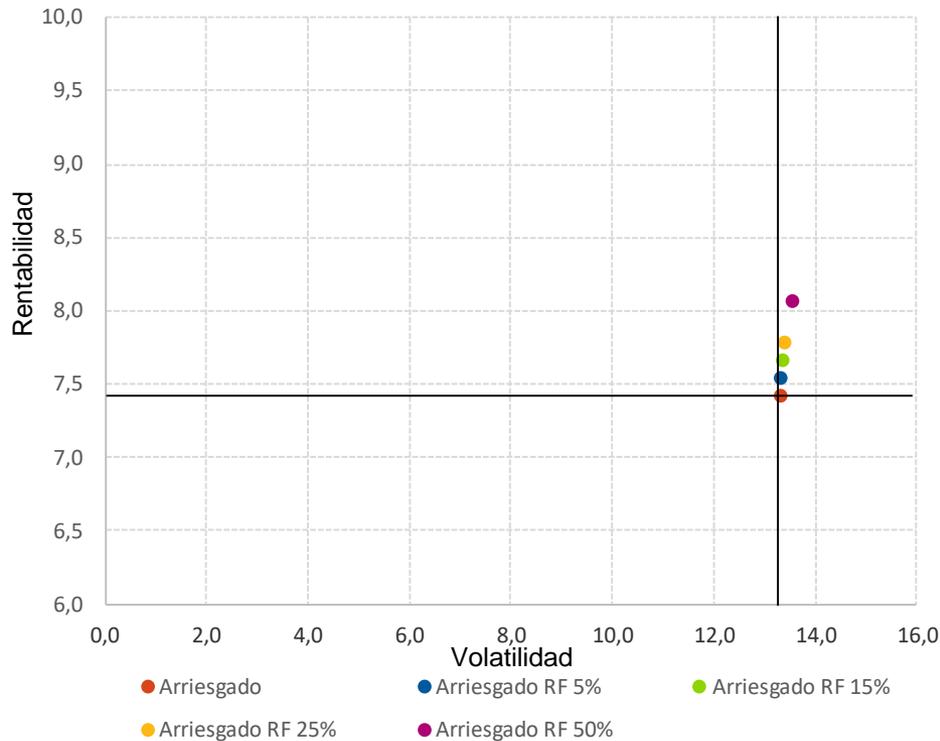
Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct.

Los resultados muestran como para un **perfil arriesgado**, la inclusión de activos alternativos, en sustitución a la renta variable, favorece la cartera en términos de **rentabilidad** en todos los periodos analizados. Asimismo se observa como el nivel de **volatilidad es menor** tras incorporar los activos alternativos. Estas ventajas se ven reiteradas en el binomio rentabilidad-riesgo (**Ratio de Sharpe**), que es superior bajo todos los escenarios y en todos los periodos de tiempo analizados.

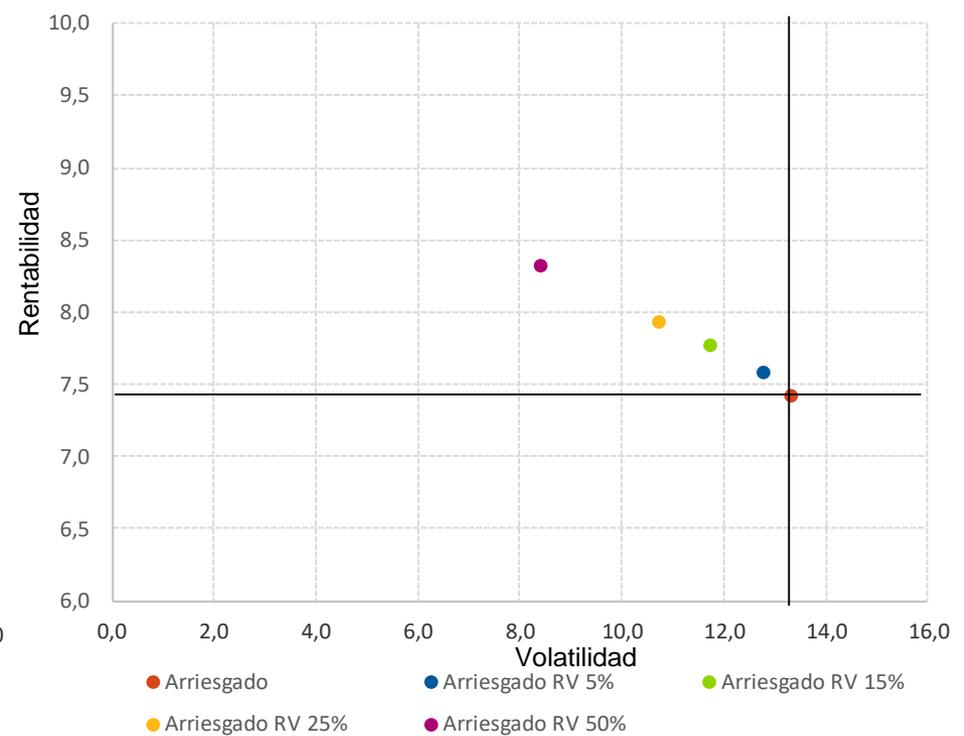
## 5. Gestión de carteras

### Análisis de escenarios: Perfil Arriesgado

Sustitución de **Renta Fija** por Activos Alternativos  
(15 años)



Sustitución de **Renta Variable** por Activos Alternativos  
(15 años)



Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct.

Fuente: Afi con cálculos de Mornigstar Direct.

## 5. Gestión de carteras

### Ratio de diversificación: Perfil Arriesgado

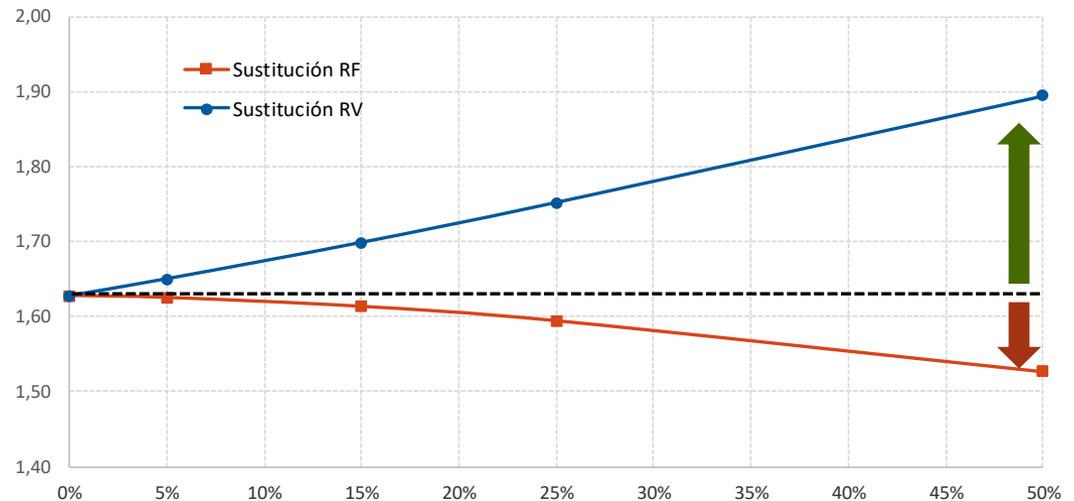
El ratio de diversificación mide el riesgo ponderado del total de activos en cartera por unidades de riesgo real de la cartera. Es decir, nos indica el nivel de diversificación de la cartera: cuanto mayor sea el ratio más diversificada estará la cartera.

#### Sustitución RF por Act. Alternativos

Ratio Diversificación	Histórico
<b>Arriesgado</b>	<b>1,63</b>
Arriesgado RF 5%	1,63
Arriesgado RF 15%	1,61
Arriesgado RF 25%	1,59
Arriesgado RF 50%	1,53

#### Sustitución RV por Act. Alternativos

Ratio Diversificación	Histórico
<b>Arriesgado</b>	<b>1,63</b>
Arriesgado RV 5%	1,65
Arriesgado RV 15%	1,70
Arriesgado RV 25%	1,75
Arriesgado RV 50%	1,89



Fuente: Afi.

$$RD = \frac{\sum wi * \sigma i}{\sigma C}$$

$w_i$ : peso de cada activo en la cartera

$\sigma_i$ : desviación típica de cada activo

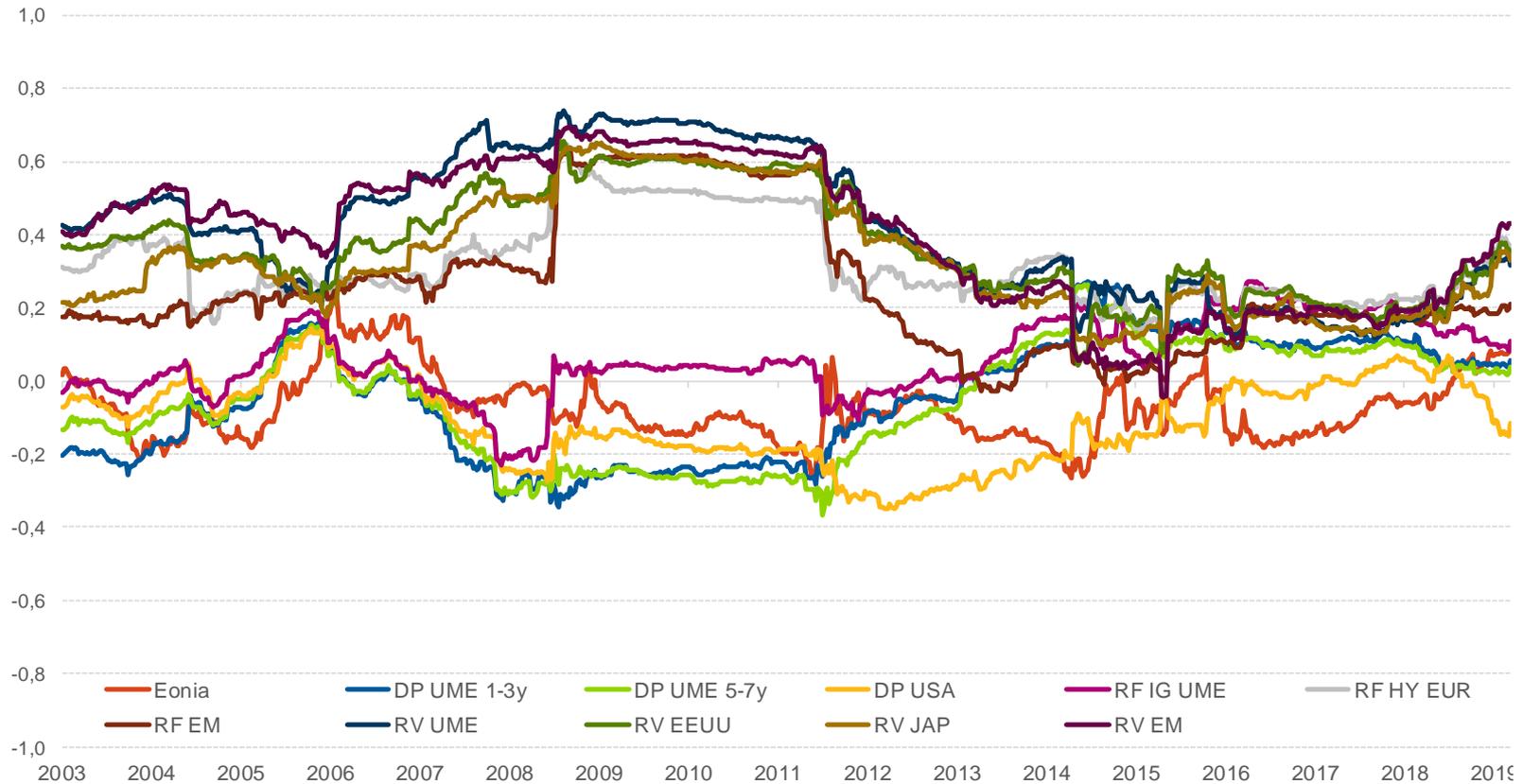
$\sigma_C$ : desviación típica del conjunto de la cartera

## 5. Gestión de carteras

### Correlación Índice Afi Activos Alternativos con activos tradicionales

A medida que el Índice Afi de Activos Alternativos es más completo su correlación con los activos tradicionales se acerca a cero (entre 2014 y 2019 las correlaciones oscilan entre -0,1 y 0,2. En el conjunto del periodo la correlación se sitúa entre -0,3 y 0,6).

Correlación ventana muestral 3 años



Fuente: Afi.

# 6 | Termómetro de mercado

## 6. Termómetro de mercado

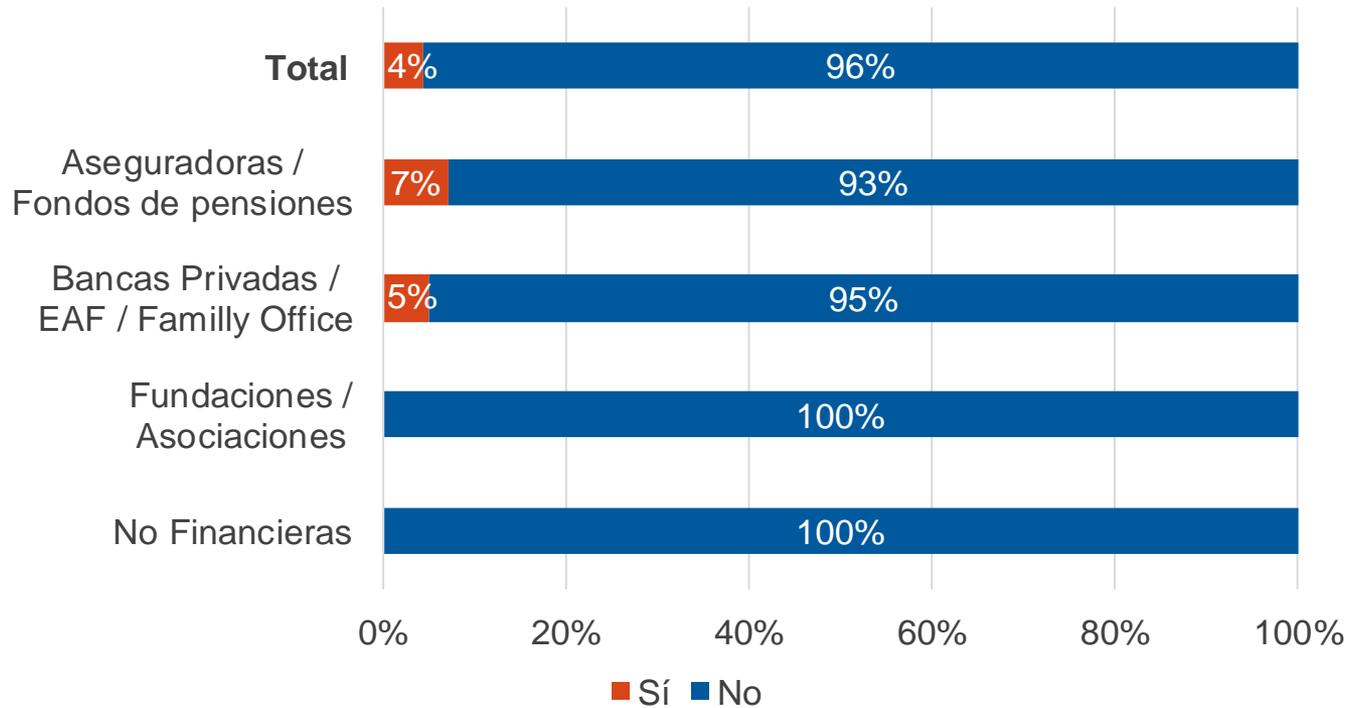
Con el objetivo de evaluar la **experiencia y opinión del inversor español** sobre los activos alternativos, se ha realizado una encuesta a un grupo de entidades con diferentes perfiles y objetivos de inversión. Los resultados se han analizado a nivel agregado y diferenciando entre cuatro grandes tipos de inversores:

- **Aseguradoras y Fondos de Pensiones**
- **Bancas Privadas / EAF / *Family Offices***
- **Fundaciones / Asociaciones**
- **Empresas No Financieras**

## 6. 1. Conocimiento de los activos alternativos

1. ¿Cree que hay un conocimiento extendido de los activos alternativos en el mercado español?

→ Los inversores consideran que hay un desconocimiento generalizado de los activos alternativos.

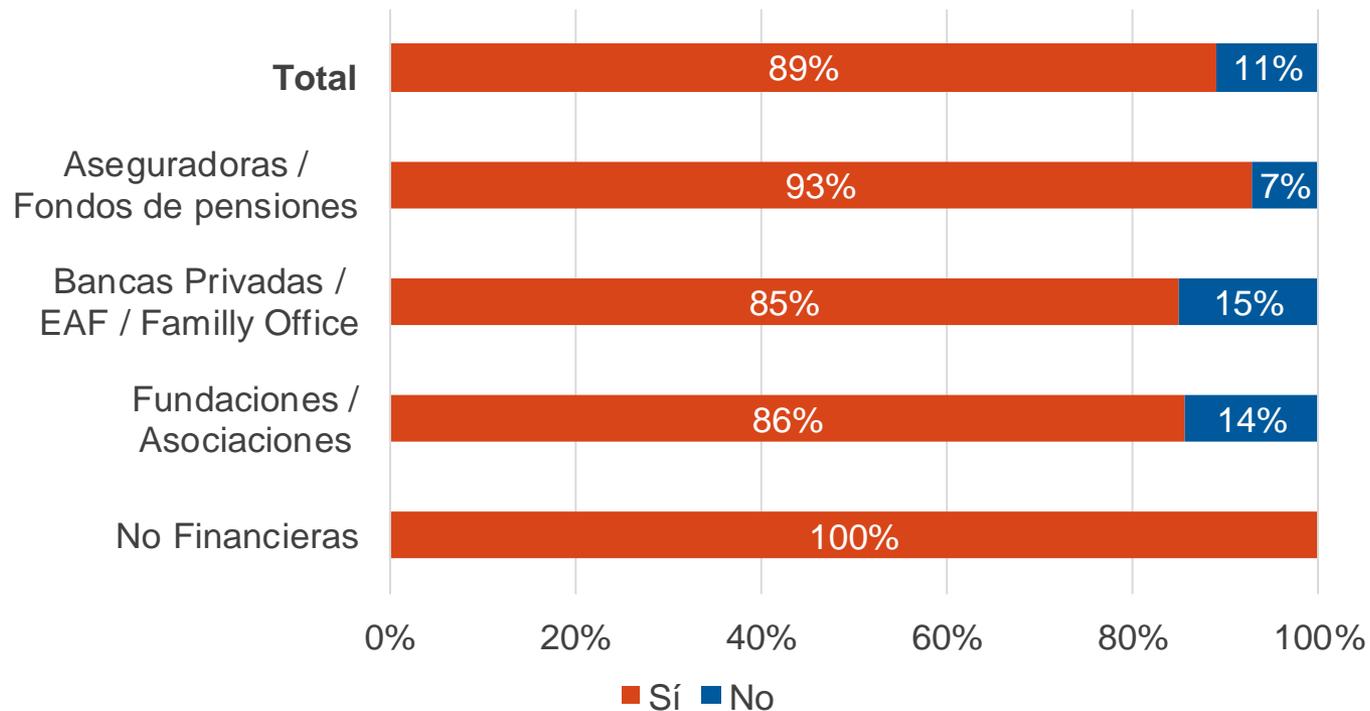


Fuente: encuesta Afi.

## 6. 2. Dificultad de análisis

2. ¿Cree que son activos de difícil análisis?

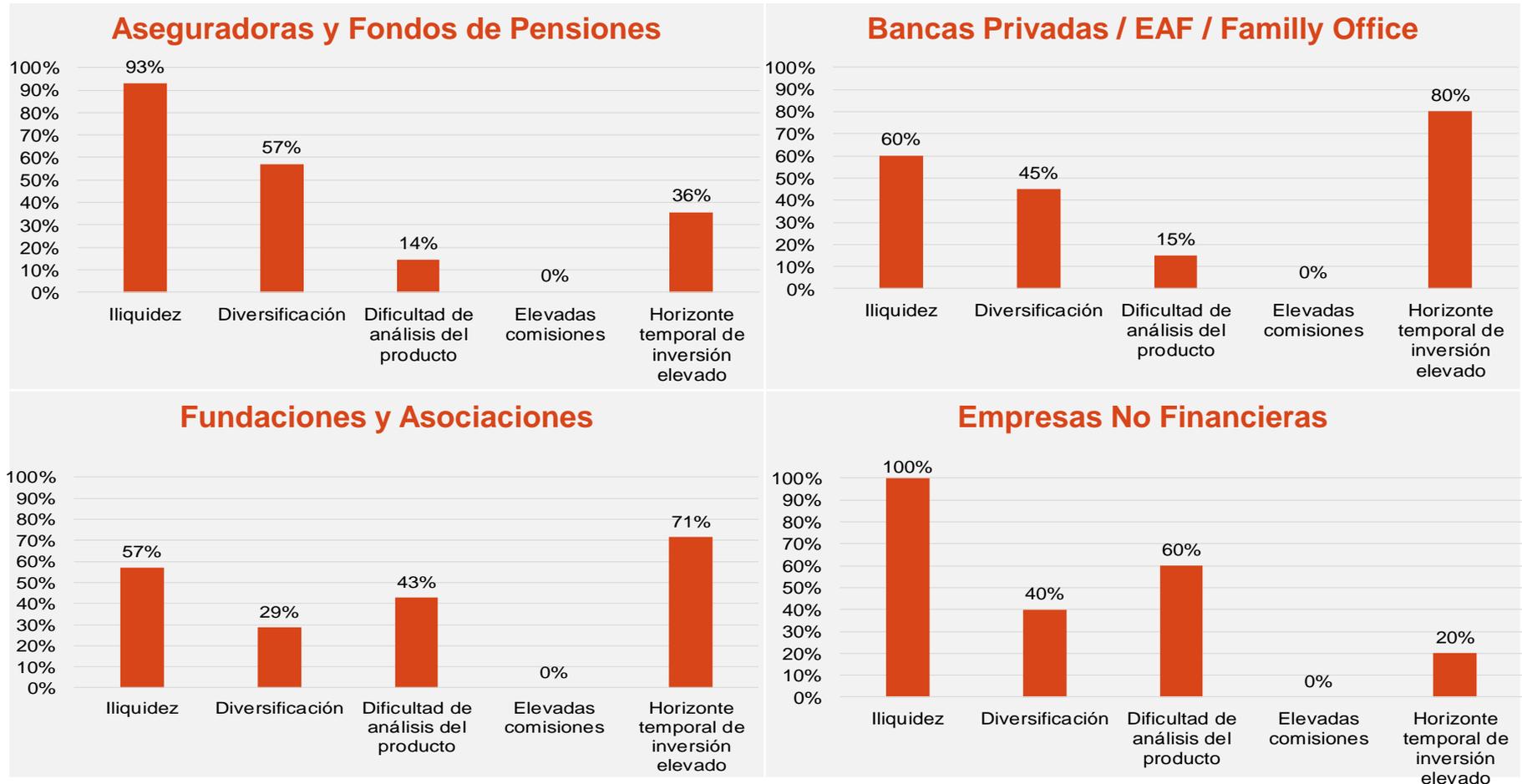
→ Los inversores consideran que los activos alternativos son de difícil análisis.



Fuente: encuesta Afi.

## 6. 3. Principales características de los activos alternativos

3. ¿Cuáles son, a su juicio, las 2 principales características de los activos alternativos?

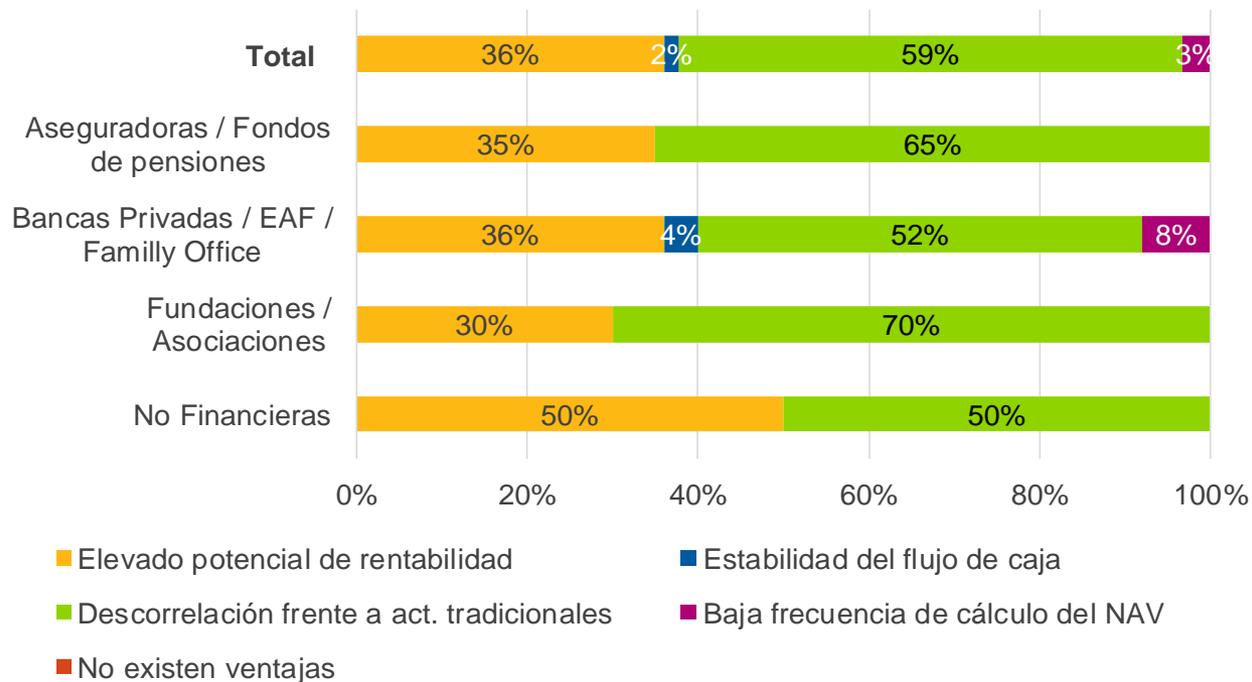


Fuente: encuesta Afi.

## 6. 4. Ventajas de los activos alternativos

4. ¿Cuál es, a su juicio, la principal ventaja de los activos alternativos?

→ Los inversores destacan la **descorrelación frente a los activos tradicionales** como principal ventaja, seguido de su **elevado potencial de rentabilidad**.

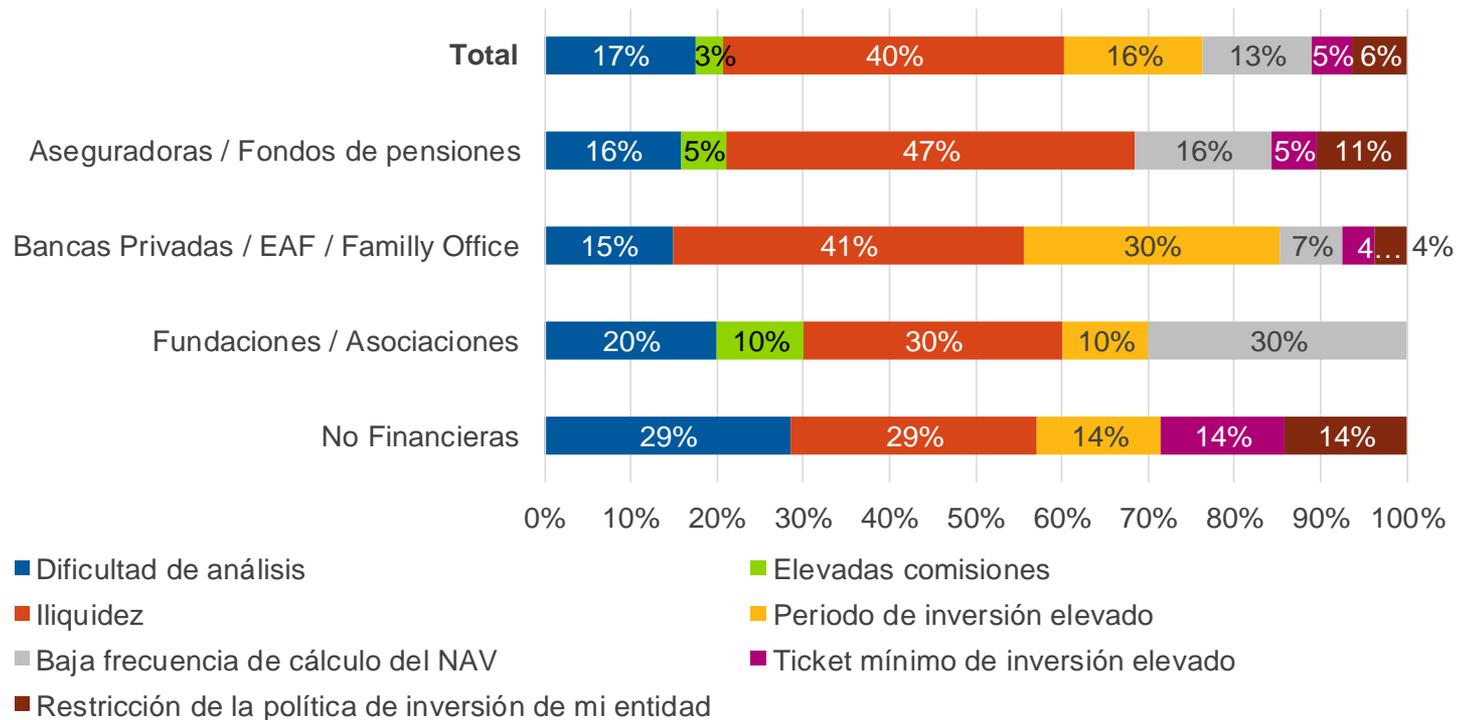


Fuente: encuesta Afi.

## 6. 5. Desventajas de los activos alternativos

5. ¿Cuál es, a su juicio, la principal desventaja de los activos alternativos?

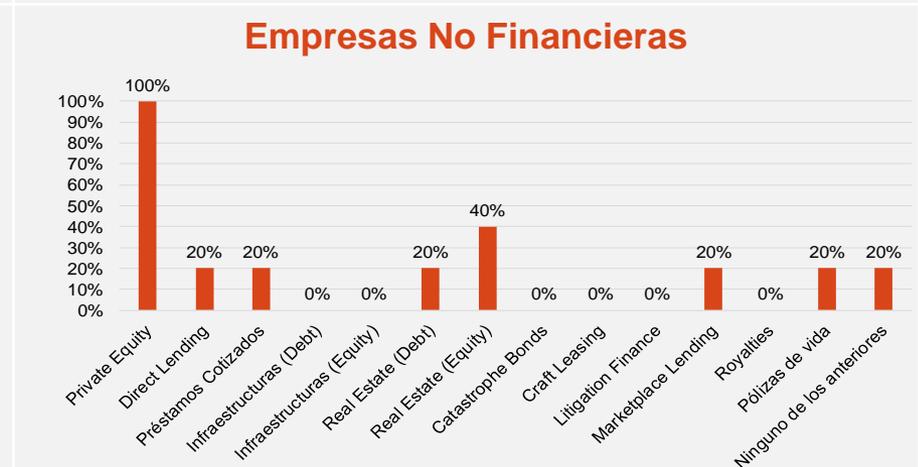
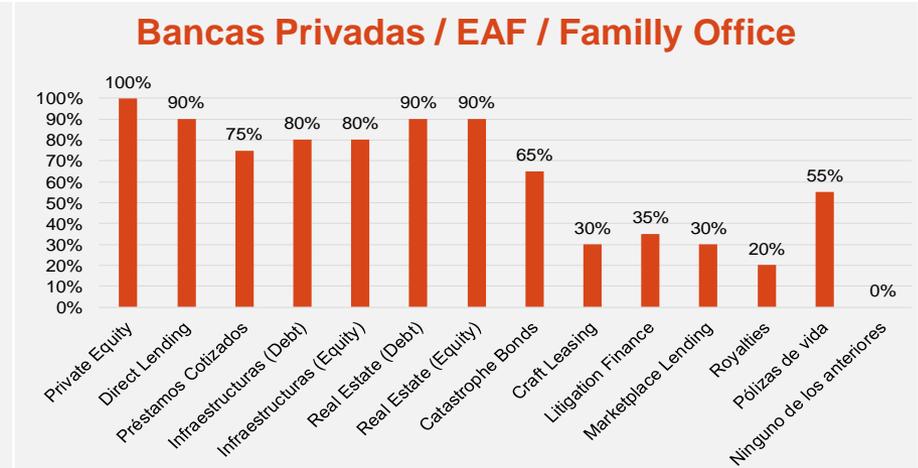
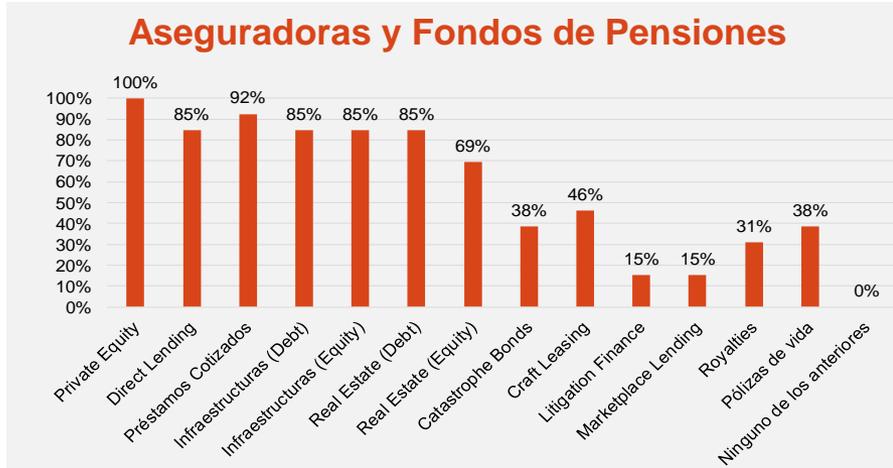
→ La principal desventaja para los inversores es la iliquidez, seguido de su dificultad de análisis.



Fuente: encuesta Afi.

## 6. 6. Conocimiento de activos alternativos concretos

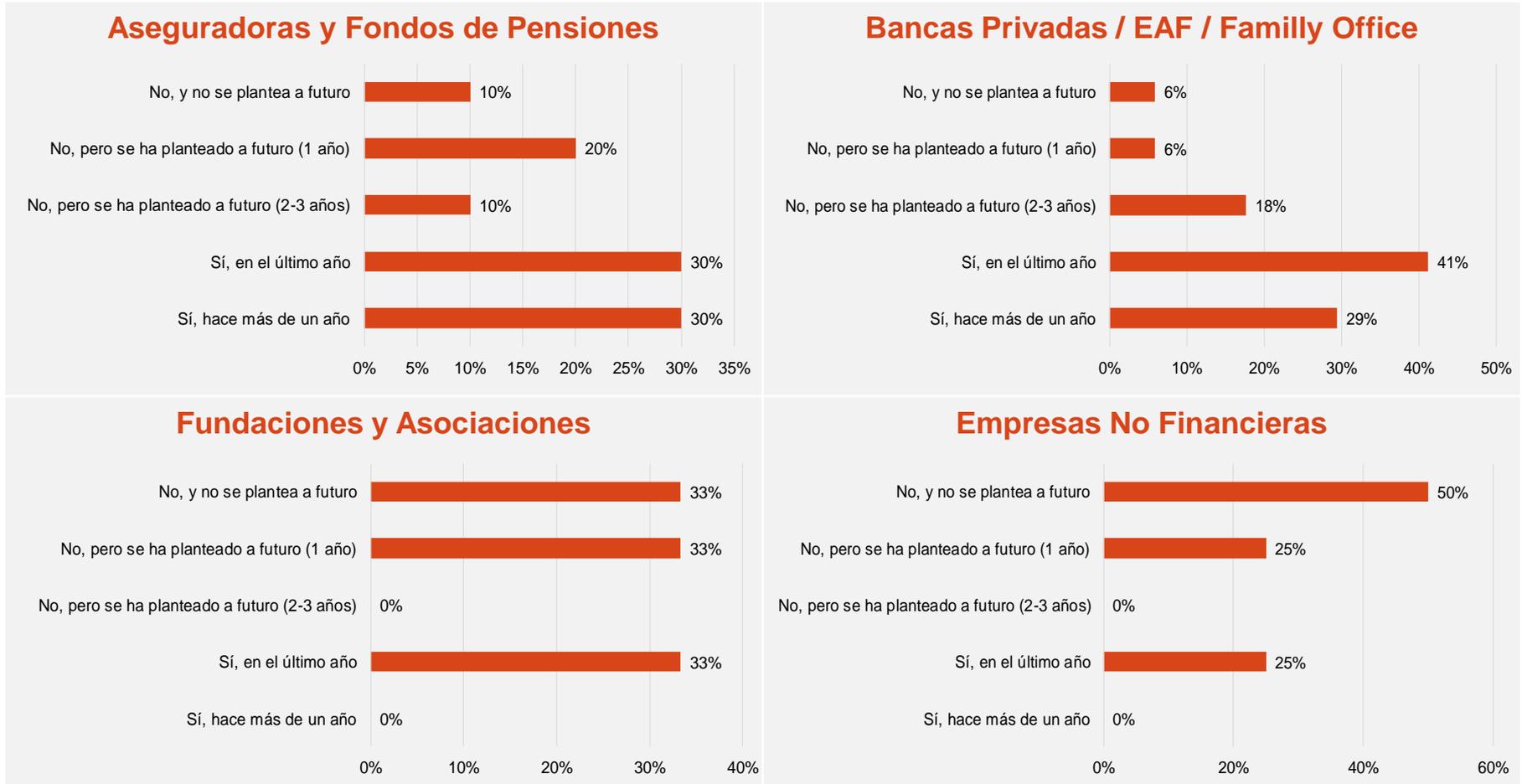
### 6. ¿Cuáles de los siguientes activos alternativos conoce?



Fuente: encuesta Afi.

## 6. 7. Inversión en activos alternativos

7. En relación con la inversión en activos alternativos por parte de su entidad, ¿se ha llevado a cabo alguna inversión?

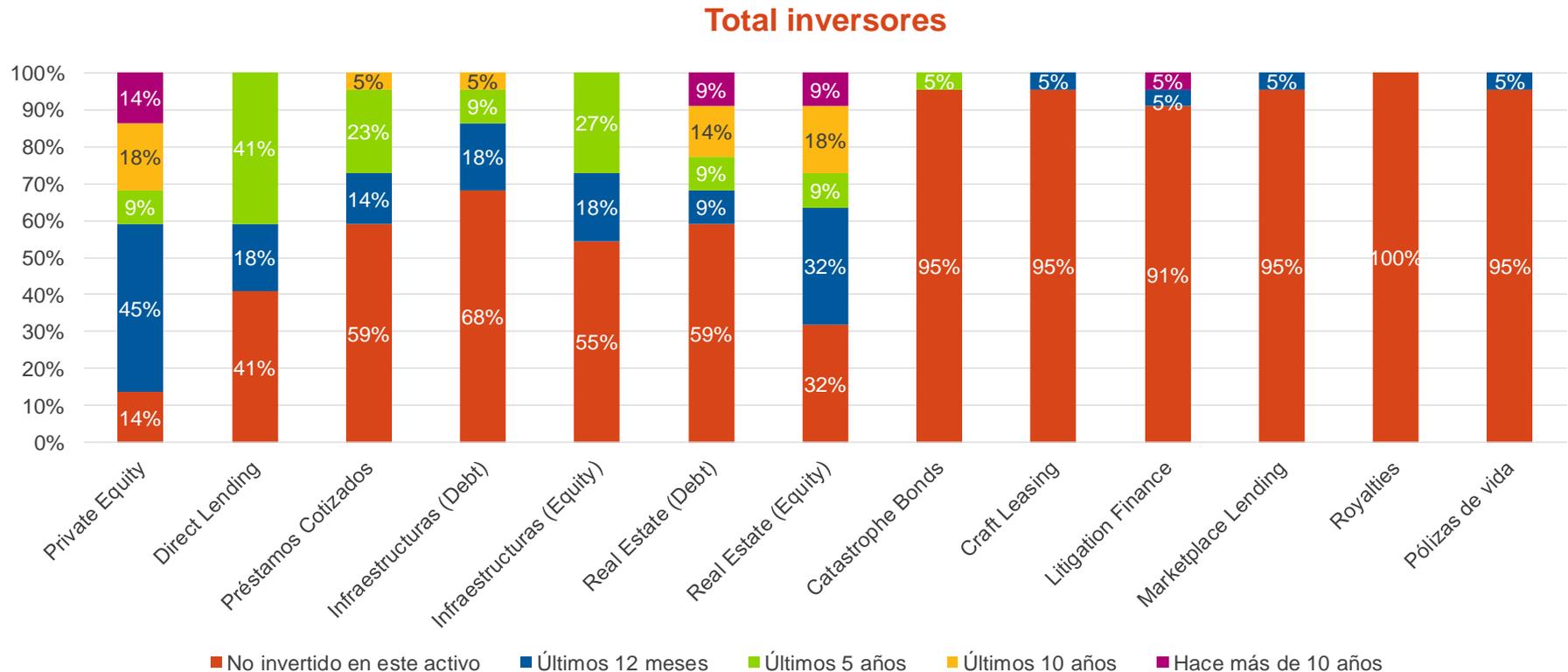


Fuente: encuesta Afi.

## 6. 8. Periodo de inversión en activos alternativos

8. Si su entidad ha invertido en activos alternativos, ¿en cuáles y cuándo fue la primera vez que se realizó?

→ La mayoría de los encuestados que sí han invertido en activos alternativos, lo han hecho en Private Equity, Direct Lending y Real Estate.



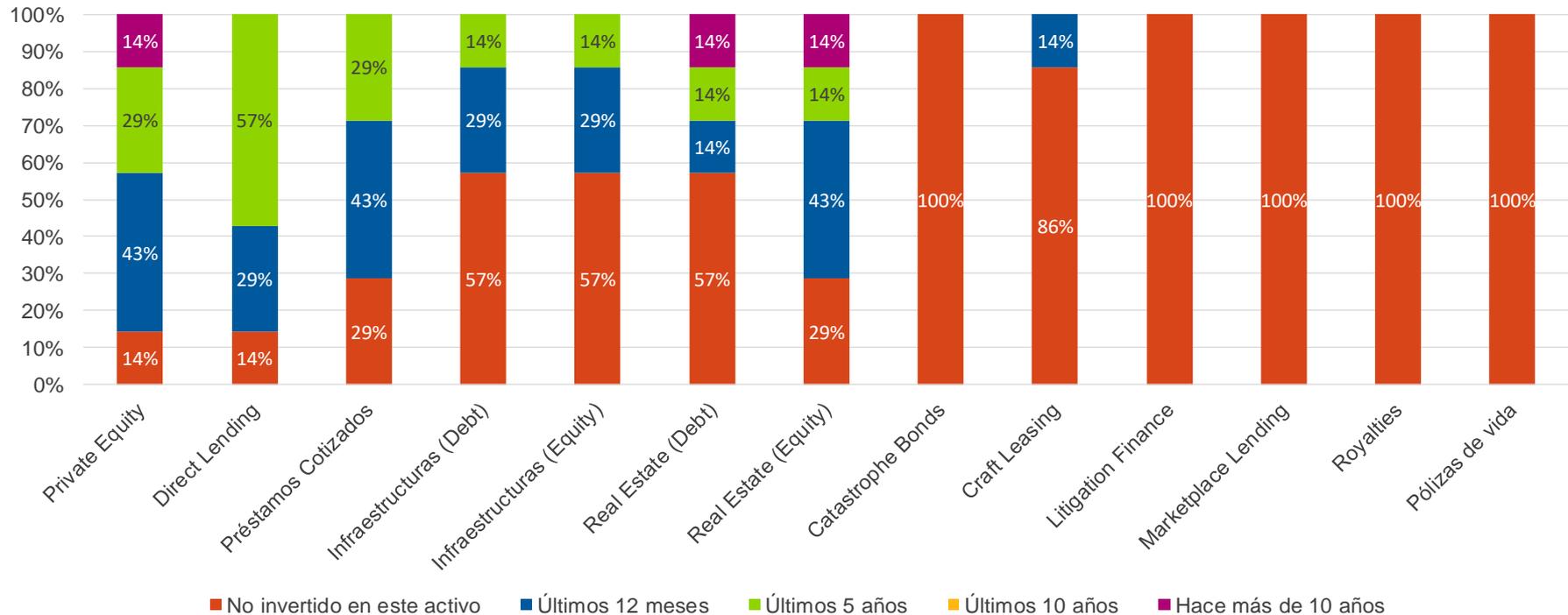
Fuente: encuesta Afi.

## 6. 8. Periodo de inversión en activos alternativos

8. Si su entidad ha invertido en activos alternativos, ¿en cuáles y cuándo fue la primera vez que se realizó?

→ Private Equity y Direct Lending son los activos en los que más invierten las Aseguradoras y Fondos de Pensiones.

**Aseguradoras y Fondos de Pensiones**



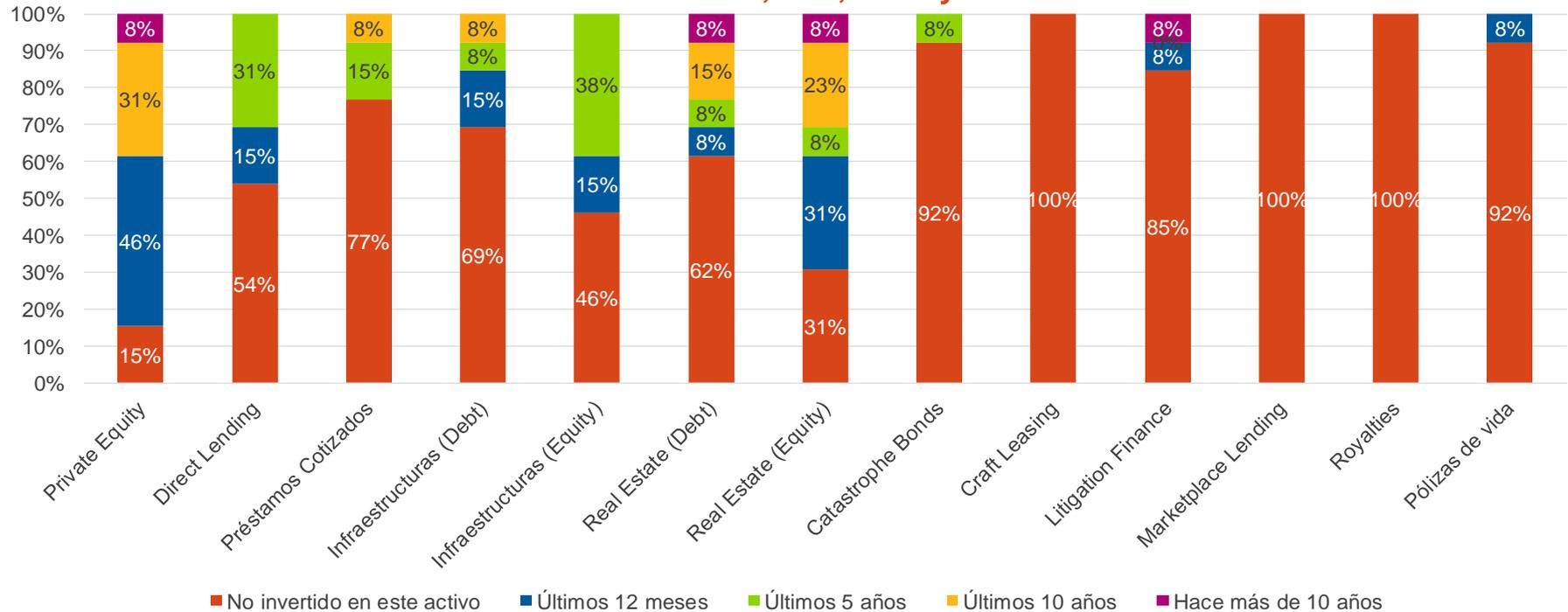
Fuente: encuesta Afi.

## 6. 8. Periodo de inversión en activos alternativos

8. Si su entidad ha invertido en activos alternativos, ¿en cuáles y cuándo fue la primera vez que se realizó?

→ Las Bancas Privadas / EAF / Family Offices destacan por el largo periodo que llevan invirtiendo en este tipo de activos.

**Bancas Privadas, EAF, Family Office**



Fuente: encuesta Afi.

Nota: no se ha realizado el gráfico para el caso de Fundaciones / Asociaciones y Empresas No Financieras al ser el número de respuestas a esta pregunta insuficiente (por no haber invertido en su mayoría en estos activos) para poder considerar los datos concluyentes.

## 6. 9. Conclusiones

### Opinión de los inversores (I)

- El 95% de los inversores considera que existe un **desconocimiento** extendido de este tipo de activos en el mercado español.
- El 89% de los inversores considera que este tipo de activos son de **difícil análisis**.
- Independientemente del tipo de inversor encuestado, todos ellos coinciden en señalar **la iliquidez y un horizonte temporal de inversión elevado** como las **principales características** de los activos alternativos.
  - Los encuestados más vinculados al negocio de inversión (Aseguradoras / Fondos de Pensiones y Bancas Privadas, EAF, Family Office) destacan la **diversificación** como una característica significativa de los activos alternativos. Por su parte, Fundaciones / Asociaciones y Empresas No Financieras destacan la **dificultad de análisis**.
- Las inversores señalan como principales **ventajas** de los activos alternativos su **descorrelación** frente a los activos tradicionales, además de **su alto potencial de rentabilidad**.
  - Destaca la opinión de las Bancas Privadas, EAF, Family Office, indicando que la baja frecuencia del cálculo del NAV es una ventaja. Podría asociarse esta idea a evitar malas decisiones por parte de sus clientes por la dependencia de los resultados a corto plazo.
- Según los encuestados la principal **desventaja** de los activos alternativos es **la iliquidez**, seguido **de su dificultad de análisis y un horizonte temporal de inversión elevado**.
  - Las Bancas Privadas, EAF, Family Office destacan especialmente el **horizonte temporal** de inversión elevado como una desventaja.
  - Las Fundaciones y Asociaciones hacen referencia a la **baja frecuencia del cálculo del NAV**.
  - Las Empresas No Financieras destacan como inconveniente **los elevados mínimos de inversión exigidos**.

## 6. 9. Conclusiones

### Opinión de los inversores (II)

- Las Aseguradoras / Fondos de Pensiones y Bancas Privadas, EAF, Family Office indican que tienen **conocimiento** sobre la mayoría de activos alternativos propuestos mientras que las Fundaciones y Asociaciones y en especial las Empresas No Financieras señalan que no conocen una gran parte de ellos.
  - *Private Equity* es el único activo conocido por todos los inversores encuestados. Del mismo modo, *Real Estate* es ampliamente conocido por los inversores.
  - Entre algunos activos menos habituales en cartera (bonos catástrofe, *litigation finance*, *Marketplace lending* o *royalties*, por ejemplo) hay un desconocimiento muy amplio por parte de los inversores.

## 6. 9. Conclusiones

### Experiencia inversora de las entidades encuestadas

- Del total de inversores encuestados, el 59% ha invertido en activos alternativos
  - Aseguradoras / Fondos de Pensiones: 60%
  - Bancas Privadas, EAF, Family Office: 70%
  - Fundaciones y Asociaciones: 33%
  - Empresas No Financieras: 25%
- De los inversores que no han invertido en activos alternativos hasta el momento, un 16% se plantea realizarlo en el próximo año, un 14% en los dos-tres próximos años y un 16% no se plantea realizar este tipo de inversiones a futuro.
  - Es destacable que un 33% de las Fundaciones / Asociaciones no se plantean realizar inversiones en activos alternativos en el futuro.
- La mayoría de los encuestados que sí han invertido en activos alternativos, lo han hecho en *private equity*, *direct lending* y *real estate*.
- Aquellas Aseguradoras / Fondos de Pensiones y Bancas Privadas, EAF, Family Office que han realizado inversiones en alguno de los activos propuestos, lo han hecho en mayoría en los últimos 12 meses o últimos 5 años.
  - Únicamente en *real estate* y *private equity* se hicieron inversiones hace más de 10 años para el caso de las Aseguradoras / Fondos de Pensiones.
  - Entre Bancas Privadas, EAF, Family Office se observa que algunas realizaron su primera inversión hace mas de 5 y 10 años en un mayor numero de activos: *private equity*, deuda en infraestructuras, real estate e incluso *litigation finance*.

## Disclaimer

**Información importante:** Invertir entraña riesgos. El valor de las inversiones y los ingresos que se deriven de ellas puede bajar y subir y los inversores podrían recuperar un importe menor que el invertido. La rentabilidad pasada no es orientativa de los resultados futuros. Aberdeen Standard Investments es una marca de los negocios de inversión de Aberdeen Asset Management y Standard Life Investments. La información contenida en este documento es de carácter general sobre las actividades desarrolladas por las entidades mencionadas. Esta información solo tienen carácter indicativo y no constituye ninguna forma de acuerdo contractual ni tampoco debe ser considerada como una oferta o solicitud para operar con ningún instrumento financiero o para comprometerse en ningún servicio o actividad de inversión. No se da ninguna garantía y no se acepta ninguna responsabilidad por cualquier pérdida que surja directa o indirectamente como resultado de que el lector, cualquier persona o grupo de personas actúe en base a cualquier información, opinión o estimación contenida en este documento.

**Aviso Legal:** La información contenida en este documento tiene carácter confidencial y es de uso exclusivo de Aberdeen Standard Investments y de Afi. La puesta a disposición del presente documento no implica en modo alguno la cesión de derechos de propiedad intelectual y/o industrial. En consecuencia, queda prohibida la reproducción en cualquier medio y por cualquier soporte, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad o de forma parcial, sin la previa autorización expresa y por escrito de Aberdeen Standard Investments y de Afi.



© 2019 Afi. Todos los derechos reservados.