

## Administrar la falta de liquidez

# Retos para el capital privado

Esta forma de poner a trabajar el dinero es todavía muy joven en el mundo y poco conocida por los inversionistas. Revisemos su potencial y sus riesgos.

Por Cyril Demaria\*

Cada vez es más común que se considere al capital privado (*private equity*) como una fuente de rendimientos, lo cual podría ayudar a los fondos de pensión a equilibrar sus pasivos a largo plazo. De hecho, académicos han afirmado que las donaciones a la Ivy League American University han generado una parte sustancial (aproximadamente 45%) de sus rendimientos a partir de capital privado y fondos de cobertura, aunque el estudio sólo cubre de 2002 a 2005. Yale y Harvard han asignado más de 15% de los activos a este objetivo.

La "regla del hombre prudente" establece que la política de inversiones debe ejecutarse para satisfacer los intereses de los afiliados al fondo, razón por la cual los planes o políticas de inversión deben ser diversificados de manera que tienda a minimizar el riesgo de grandes pérdidas. Con su interpretación en Estados Unidos, Reino Unido y mercados

emergentes, como Latinoamérica, el capital privado pasó a formar parte de la asignación de activos de los fondos de pensión, aunque su participación sigue siendo muy modesta, no sólo debido al tiempo que se necesita para movilizar el capital asignado, sino también por la relativa falta de información sobre este tipo de activos.

La actividad moderna del capital privado comenzó en la década de 1970 en Estados Unidos con las compras apalancadas (*leveraged buy-outs*) y el capital de riesgo. En los demás países desarrollados dicha actividad inició 20 años más tarde y, esencialmente, después del año 2000 en el resto del mundo. Por esa razón, su historial de desempeño es relativamente limitado y tiende a enfocarse en las cifras de EU, que todavía representan 60% de la actividad mundial documentada. Sin embargo, aunque existe mucho debate académico sobre las ganancias del capital privado, el consenso es que sus rendimientos realizados superan los índices de las Bolsas de valores (en especial el índice S&P500) por más de 500 puntos.

Por más que el capital privado ha crecido (pasando de un estimado de \$10 mil millones de dólares en 1990 a \$1,700 billones en 2011), sus rendimientos marginales han caído. De acuerdo con un estudio de JP Morgan, realizado antes de la crisis de 2007, los accionistas esperaban que sus inversiones generaran un rendimiento neto de 12.6% a largo plazo, mientras que el Crédit Suisse ha concebido un modelo de rendimiento potencial de 15 a 20% a corto plazo.

LA ACTIVIDAD DEL CAPITAL PRIVADO ES RELATIVAMENTE NUEVA Y FALTA MÁS EXPERIENCIA EN EL CAMPO





Las regulaciones sobre los cálculos del índice de solvencia para bancos, planes de pensión y compañías de seguros (principales fuentes de financiamiento de los fondos de capital privado) han transformado la cuestión del desempeño y la valoración de estos fondos. El problema es que los inversionistas encuentran particularmente difícil usar este desempeño como punto de referencia. Los índices de capital privado listados (como el LPX 50) no ayudan, debido a que la dispersión de rendimientos alrededor del promedio es muy alta y sólo sirven como indicadores tempranos de futuras burbujas de capitales de riesgo o de compras apalancadas.

### ADMINISTRACIÓN DE LIQUIDEZ ESCASA

Aun cuando pudieran evaluarse y predecirse la mediana y el promedio de los rendimientos de los capitales privados, el problema sigue siendo la falta de liquidez. Dado el largo horizonte de inversión de los fondos de pensión, los rendimientos no realizados reportados de los fondos de capital privado demuestran ser menos volátiles que los rendimientos de los índices de capital privado. De hecho, una de las lecciones de la crisis de 2007 es que la volatilidad de las Bolsas de valores es mayor que la de los capitales privados.

Los administradores de fondos de pensión no tienen la misma limitación de liquidez que otros inversionistas en tiempos de crisis, por lo que para ellos no es considerado un riesgo, sino una inercia en sus valoraciones (que refleja rendimientos potenciales futuros), lo que a su vez afecta a los fondos de pensión durante el ejercicio de los informes anuales.

### LATINOAMÉRICA:

#### TENDENCIAS INTERNAS Y REGULATORIAS

Los mercados de capital privado más jóvenes, como los latinoamericanos, tienen otros problemas. El principal es incrementar el porcentaje de los capitales privados en la cartera y evitar al mismo tiempo las tendencias internas. Sin embargo, el dinero fluye hacia esta industria, respaldado por economías más robustas y tasas de interés decrecientes. Estas condiciones son apropiadas para construir un sector de capital privado creíble.


La necesidad de reducir la exposición a las deudas y los bonos fue la razón de este cambio de activos. Pero la asignación endógena de activos en los fondos de pensión brasileños (el capital carioca se asigna esencialmente a fondos nacionales de capital privado) reduce la diversificación de las inversiones e incrementa el riesgo macroeconómico que asumen los pensionistas.

## UN RIESGO DEL CAPITAL PRIVADO ES SU FALTA DE LIQUIDEZ, AUNQUE ES MENOS VOLÁTIL QUE LAS BOLSAS

Los fondos de pensión están mucho más preocupados por su participación en los comités de inversiones de capital privado que por la falta de liquidez de este tipo de activos. La regulación y la administración de las inversiones siguen siendo cuestiones pendientes en Brasil para los fondos de pensión y el capital privado.

¿Cómo podrían lidiar los fondos de pensión con estos problemas? En lo que respecta a la liquidez, The Carlyle Group recientemente incluyó una cláusula de liquidez temprana para sus inversionistas: después de seis años de actividad en el fondo, los accionistas tienen derecho a abandonarlo con una valoración establecida por tres inversionistas secundarios independientes. No obstante, esto también genera un descuento, además de cortar la relación con el administrador del fondo y, por supuesto, forzar al inversionista a renunciar a rendimientos futuros.

Otros inversionistas, como los administradores de fondos soberanos de inversión, tienen soluciones de liquidez planeadas con antelación. Antes de la crisis financiera, el fondo de Singapur Temasek decidió que, en caso de enfrentar dificultades, titularía sus activos de capital privado en vez de venderlos. Esta medida demostró ser efectiva, ya que garantizó la liquidez de Temasek (en especial para financiar requerimientos de capital privado posteriores), sin revelar el rendimiento potencial que existía en su cartera.

Este tipo de acuerdo puede ser una guía para los fondos de pensión que también estén dispuestos a organizar su liquidez de mediano a largo plazos, en especial cuando sus programas de capital privado hayan alcanzado madurez, sin renunciar a sus rendimientos no realizados. Aunque es costosa, la titulización también garantiza que el inversionista no pierda su relación con los administradores de los fondos de capital privado. 

\* Cyril Demaria es profesor en HEIG-VD (Haute École d'Ingenierie et de Gestion du Canton de Vaud) y autor de *Introduction to private equity* (Wiley, 2010).