

## Icaria Patrimonio FIL - Riesgos de reembolso y liquidez

<https://www.icariacapital.es/post/reflexiones-sobre-la-valoracion-de-activos-privados>

### (Artículo completo)

El siguiente artículo habla sobre la liquidez de los fondos semilíquidos, que es una parte importante del análisis y gestión del gestor de Icaria Patrimonio FIL. Fondos como el de Partners Group, Blackstone Senior Loans o GSA Coral, en definitiva. **Todos los fondos incluidos dentro de Icaria Patrimonio FIL, que tienen casi 20 años de Track-record, nunca han congelado los reembolsos**, ni en 2008 ni durante el COVID, que han sido las dos peores crisis de los últimos 80 años (sólo superadas por el crack de 1929).

A mayores, Icaria Patrimonio FIL tiene aproximadamente un 50% en activos líquidos, que son liquidables en 24 horas, por lo que la liquidez real, a pesar de tener reembolsos trimestrales, es muy elevada. El restante 50% tiene liquidez mensual, y el FIL la tiene trimestral. **Esto es una forma de dar una mayor capa de seguridad al partícipe.** Además de hacer la *Due Diligence* de cada fondo y ver que incluso en eventos de recesión como lo mencionados, atendieron a sus reembolsos sin problema.

Hay fondos de Deuda Privada en Icaria Patrimonio FIL que tienen una comisión inferior a los de renta fija de alto rendimiento, fondos de infraestructuras con rendimientos superiores al MSCI World, con comisiones inferiores a un fondo de renta variable, y fondos como el de Partners Group, con un binomio rentabilidad/riesgo de 10, desde el año 2007. Me hace gracia la corriente de criticar fondos alternativos, cuando los inversores de los fondos en los que invierte Icaria Patrimonio son *endowments*, Fondos de Pensiones como el de Noruega, o Family-Offices.

Es evidente que Icaria Patrimonio FIL invierte en fondos más ilíquidos y siempre lo hemos explicado. En el artículo de hoy, profundizamos en ello. Es por ello que la base de inversores que tenemos, son de largo plazo.

Una de las ventajas de los activos privados o no cotizados (Private Equity, Deuda Privada o Infraestructuras) es que sus valoraciones son mucho menos volátiles que las de los activos cotizados (acciones y bonos). Esto es así porque las gestoras de inversiones

alternativas emplean modelos internos de valoración, en lugar de observar precios de mercado. No pueden tomar como referencia precios de mercado porque no los hay, ya que los activos en los que invierten no cotizan.

En este artículo se describirá de forma resumida cómo se valoran los activos privados, para, a continuación, adentrarnos en el objetivo principal de este artículo, que es reflexionar acerca del potencial riesgo que existe para un fondo que invierte en activos muy ilíquidos pero a la vez concede a sus partícipes la posibilidad de hacer reembolsos de forma periódica.

Los fondos de activos ilíquidos (Private Equity, Infra, Private Debt) que ofrecen ventanas de reembolso a los partícipes, gestionan las salidas de caja de diversas formas:

- Si en un mismo trimestre hay reembolsos y hay suscripciones, **toman el dinero de las suscripciones para pagar los reembolsos**. Lo mismo si entra dinero por ventas programadas de activos (no ventas forzadas). Así no es necesario liquidar activos antes de tiempo y a malos precios para hacer caja.
- Si hay escasez puntual de liquidez para atender reembolsos y el fondo no quiere vender los activos (porque son ilíquidos y tendría que soportar un descuento en su precio), **puede endeudarse temporalmente**, poniendo como colateral los activos del fondo. Esta deuda se repagará cuando se liquide alguna inversión o cuando entre más dinero de suscripciones.
- Si no hay alternativa, el fondo tendrá que liquidar parte de su activo para atender los reembolsos. Aquí es donde existe un riesgo para los partícipes, que pueden ver cómo el valor liquidativo del fondo se reduce debido a que **tiene que hacer ventas forzadas** (*fire sales*) a malos precios para generar liquidez. Después veremos cómo los fondos se protegen de este escenario.

Esta circunstancia que hemos descrito, que ya supone un reto para los fondos, se ve agravada si además el activo del fondo vale menos de lo que el gestor reporta que vale, es decir, si el Activo vale menos que el Pasivo. Si el fondo tiene que liquidar activos, obtendrá menos caja que si las valoraciones (reales, no las contables) no hubieran caído, empeorando aún más la situación de liquidez.

## Ejemplo de activo líquido y fondo ilíquido

Este supuesto es el mejor escenario de liquidez, ya que hablamos de fondos cuyos pasivos son menos líquidos que sus activos. Por ejemplo, un fondo que invierte en acciones cotizadas pero sólo permite reembolsar trimestralmente y con un preaviso de 20 días. De nuevo, hay que interpretar la liquidez en términos relativos; un fondo de reembolsos trimestrales es ilíquido (desde el punto de vista del partícipe) si su activo cotiza en bolsa, pero es líquido (desde el punto de vista del partícipe) si su activo son participaciones en empresas no cotizadas.

¿Y por qué razón un fondo que no necesita restringir los reembolsos querría restringir los reembolsos? Como ya se explicó en este pasado artículo, se hace para permitir al gestor exprimir al máximo su estrategia de largo plazo.

## Cuidado con los pánicos bancarios. Cuidado con los pánicos de partícipes

Antes hemos hecho una analogía con los depósitos bancarios. Está muy bien traída, ya que el riesgo de falta de liquidez es similar (salvando las distancias) en un banco y en un fondo alternativo de activos ilíquidos que concede a los partícipes la posibilidad de reembolsar con cierta frecuencia.

Un banco respalda sus depósitos con activos líquidos: tesorería, bonos del Estado, etcétera. Los depósitos son pasivos (deuda) del banco, y la práctica común es que los bancos no tengan, ni de lejos, suficientes activos líquidos en su balance para respaldar todos sus depósitos. El banco puede atender sin problemas las retiradas de dinero que hacen unos pocos clientes cada día, pero no tendría suficiente para pagar en caso de que una cantidad importante de clientes quisieran retirar su dinero a la vez.

Hasta la creación del **Fondo de Garantía de Depósitos**, si los depositantes tenían miedo de que el banco no tuviera suficiente dinero para atender las retiradas de dinero, acudían en masa al banco para sacar su dinero cuanto antes, sabedores de que los últimos se quedarían sin cobrar. Es lo que se conoce como pánico bancario, y es precisamente lo que llevaba a muchos bancos a la quiebra. Por miedo a que el banco no pudiera pagar, los clientes solicitaban todos a la vez la retirada de su dinero, haciendo que el banco no pudiera pagar. Profecía autocumplida.

En el caso de un fondo de activos privados, el gestor puede atender sin problemas unos pocos reembolsos, ya que puede utilizar los mecanismos que veíamos antes (casar reembolsos con suscripciones, endeudarse a corto plazo), que le permiten evitar tener que liquidar activos de forma apresurada. Sin embargo, si los reembolsos se concentran en el tiempo, el fondo tiene que empezar a vender activos, seguramente a malos precios, y es entonces cuando se presentan los problemas.

La situación de estos fondos es realmente peculiar, ya que, durante una crisis en la que los mercados financieros caen, **puede haber una concentración de reembolsos tanto si el fondo ajusta a la baja sus valoraciones como si no lo hace.**

- Si ajusta sus valoraciones a la baja, seguramente muchos inversores se asusten por las pérdidas y quieran reembolsar, antes de que vengan más caídas. Es la típica aversión a las pérdidas que lleva a los inversores a vender en el peor momento.
- Si el fondo **no** ajusta sus valoraciones;
  - más de un inversor puede pensar que el fondo debería ajustarlas. Temeroso de que finalmente se produzca esa caída en el valor liquidativo, solicita el reembolso cuanto antes, aprovechando que todavía no ha caído. Esto, como ya hemos dicho, favorece que el valor liquidativo termine cayendo.
  - más de un inversor que haga un rebalanceo de su cartera querrá vender los activos que han subido (o que han caído menos) para comprar los activos que han bajado (o que han caído más). Precisamente por lo bien que se ha comportado el fondo alternativo durante la crisis, los inversores querrán vender una parte en su rebalanceo, para comprar otros activos que sí han caído. Paradójicamente, el fondo recibe un castigo por hacerlo bien.

Desde luego que no es fácil gestionar un fondo de activos ilíquidos. Por eso, lo que se explica en el apartado siguiente es importante.

El Track-record de un fondo alternativo, si abarca una o varias crisis en los mercados, es una indicación de en qué grado el fondo ha estado expuesto al “riesgo de reembolsos”. Si vemos que el NAV aguantó relativamente bien durante la crisis, eso indica que el

“riesgo de reembolsos” (entendido como la necesidad de malvender activos para pagar reembolsos) no se materializó. Por ejemplo, **Partners Group Global Value**, que es un fondo evergreen de Private Equity, tuvo un descenso del 13% durante la Crisis Financiera Global (2008-09) mientras que el MSCI World (en euros) tuvo un drawdown del 49%. Por su parte, durante la caída de la renta fija en 2022 por las subidas de tipos, el fondo **Blackstone European Senior Loan Fund** (Deuda Privada) cedió la mitad que el índice de bonos High Yield (-7,7% vs -15%).

En estos dos ejemplos, como era de esperar, las valoraciones sufrieron (no son inmunes al mercado), pero desconocemos qué parte de ese ajuste se debió a cambios en las variables del modelo de valoración de cada gestora, y qué parte se debió a que las gestoras tuvieron que malvender activos privados. En cualquier caso, viendo lo moderado que fue el ajuste en ambos casos (sobre todo si se compara con los activos cotizados), tiene pinta de que los reembolsos no supusieron un problema, es decir, los reembolsos no obligaron a vender activos a malos precios.

Por dar algunos ejemplos más, otros fondos que nos gustan y que no han tenido que restringir reembolsos; son **GSA Coral** (Real Estate), **Brevan Howard** (Hedge-Fund) y **Transtrend** (Hedge-Fund). Respecto a estos dos Hedge-Funds, el dato es particularmente interesante teniendo en cuenta que son estrategias con un Track-record de varias décadas.

Por supuesto, cabe preguntarse si la base de partícipes de los fondos es la misma que en crisis pasadas o si ha cambiado. En concreto, si ahora esa base es más inestable por haber relajado los requisitos para suscribir y, en consecuencia, habiendo dado acceso a inversores menos sofisticados y más proclives a reembolsar. Por eso, siempre que sea posible, además de mirar el Track-record y la cartera del fondo, también es recomendable conocer quién está invertido en el fondo.

En el caso de **Partners Group Global Value**, aproximadamente la mitad de la base inversora está en clases en las que el mínimo es de sólo 10.000 euros. Esto nos puede hacer sospechar que hay muchos inversores potencialmente inestables en el fondo, pero hay que tener en cuenta que la clase barata tiene un mínimo de 2 millones de euros. Con esto quiero decir que dentro de la clase cara (entre 10.000 € y 2 millones €) hay

inversores que tienen, por ejemplo, 1,5 millones € invertidos, y desde luego, este tipo de inversor no podemos decir que tiene poco patrimonio y que por eso es potencialmente inestable. Además, la composición del fondo en cuanto a tipo de clases (baratas vs caras) era más o menos la misma durante la crisis de 2008, y en aquél entonces no hubo problema alguno con los reembolsos.

Respecto a **Blackstone European Senior Loan**, el mínimo para suscribir son 100.000 €. Me parece una cantidad suficientemente alta para evitar partícipes potencialmente inestables.

### **Postura de Icaria Patrimonio FIL**

Como no podía ser de otra manera en este blog, y tratándose de este tema, voy a dar mi opinión personal de en qué grado Icaria Patrimonio FIL está expuesto al “*riesgo de reembolsos*”, tanto en lo que respecta a su propia cartera como en lo que respecta a las inversiones subyacentes. Vamos por partes.

En lo que respecta a su propia cartera, debemos preguntarnos **qué mecanismos tiene el FIL para protegerse** del impacto negativo de una acumulación de reembolsos en el tiempo. Los mecanismos de los que dispone son los siguientes;

1. En primer lugar, el FIL **invierte en activos ilíquidos pero también en activos líquidos**. Por ejemplo, invierte en pagarés que se pueden liquidar anticipadamente, e invierte en fondos de bolsa con liquidez diaria; además de la posición estructural de tesorería (en torno a un 5% como objetivo de largo plazo). Por lo que he visto en los fondos que invierte, **aproximadamente un 50% del FIL es liquidable en poco más de un día**, lo cual deja un espacio gigante de liquidez.
2. En segundo lugar, **la suscripción mínima en Icaria Patrimonio es de 100.000 €**. Al igual que en el caso del fondo de deuda privada de Blackstone, es una cantidad suficientemente alta para desincentivar la entrada de inversores que no están lo suficientemente comprometidos con la estrategia.

3. En tercer lugar, el FIL **no puede invertir más de un 10% de la cartera en activos más ilíquidos que el propio FIL**. Por ejemplo, fondos que permiten reembolsar semestralmente o una vez al año.
4. En cuarto lugar, **el FIL puede endeudarse para atender pagos puntuales**, si la liquidez en ese momento no es suficiente. En todo caso se tratará de deuda a corto plazo, a retirar en cuanto haya cash disponible.

Visto cómo se protege el fondo frente a un riesgo de reembolsos que le pueda poner en una situación de liquidez complicada, veamos ahora cómo minimiza el riesgo de que alguno de los fondos subyacentes que invierten en activos ilíquidos (Private Equity, Private Debt, etcétera) tengan problemas derivados de una acumulación de reembolsos.

Por ser más precisos, este riesgo se concreta en que un fondo de activos ilíquidos puede verse forzado a ajustar su valor liquidativo a la baja si empieza a malvender sus activos para atender reembolsos. Por tanto, no hablamos tanto del riesgo de que el FIL, como partícipe de los fondos, no pueda reembolsar, como del riesgo de que las valoraciones de los activos ilíquidos (Private Equity, Infra...) terminen siendo más volátiles de lo que se esperaba, y eso impacte negativamente en la valoración del propio FIL.

Para protegerse de este riesgo, **Icaria Patrimonio FIL da prioridad a fondos que cuentan con mecanismos para minimizar el “riesgo de reembolsos”**: *lock-ups*, *gates*, etcétera. Entendemos que perjudican al partícipe (es decir, al propio FIL) por el lado de la liquidez pero **le benefician por el lado de la estabilidad patrimonial**. Como hemos visto, el FIL ya dispone de otros mecanismos para dotarse de la liquidez necesaria.

Además, Icaria Patrimonio FIL trata de invertir en fondos de difícil acceso, con altos mínimos de inversión, en los que previsiblemente habrá inversores muy adinerados y esos inversores la mayoría de las veces serán instituciones. Como ya hemos explicado, **los inversores institucionales son los menos proclives a reembolsar en el peor momento para el fondo**.

Aquí es donde el gestor, Carlos Santiso, ha podido demostrar su don de gentes, ya que ha conseguido que varios fondos permitan suscribir al FIL aún sin alcanzar el mínimo

establecido por folleto. Esto es algo que un inversor particular no puede conseguir, ya que se necesita una relación institucional con la gestora del fondo, y algunas de estas relaciones existen desde hace años. Sin duda, ésta es una de las fuentes de valor añadido que Carlos, como gestor, aporta al proyecto, en beneficio de todos los partícipes de Icaria Patrimonio.

Y es que, como en todo, no se puede generalizar. Se habla constantemente de los altos costes de los fondos de Private Equity, pero **muchos de los fondos incluidos en el FIL tienen comisiones INFERIORES a sus comparables en el mundo cotizado**. Por ejemplo, Blackstone cobra un 0,5%, sin *performance fee*; y el fondo de infraestructuras de Hamilton Lane cobra un 1,4%, también sin comisión de éxito.

En definitiva, considerar que las valoraciones que los gestores alternativos dan a sus fondos son más un compromiso (pasivo) con el partícipe que una indicación de lo que vale la cartera, nos ayuda a entender por qué los reembolsos pueden suponer un problema para los fondos de activos privados. Parte del trabajo de un selector de fondos consiste en cerciorarse de que los vehículos en los que invierte cuentan con los mecanismos adecuados para minimizar este riesgo.