

## Secundarios: Diversificando una cartera de activos alternativos

- > Potencial de diversificación y múltiples beneficios
- > Perspectivas positivas para el 2022: crecientes transacciones *GP-led* y atractivas las *LP-led*
- > Precios en torno a 90% del NAV → alta demanda

Los activos alternativos secundarios son inversiones en fondos pre-existentes de *Private Equity*, crédito privado y activos reales. Ocurren cuando un inversionista vende su participación del portafolio a un tercero en una transacción privada.

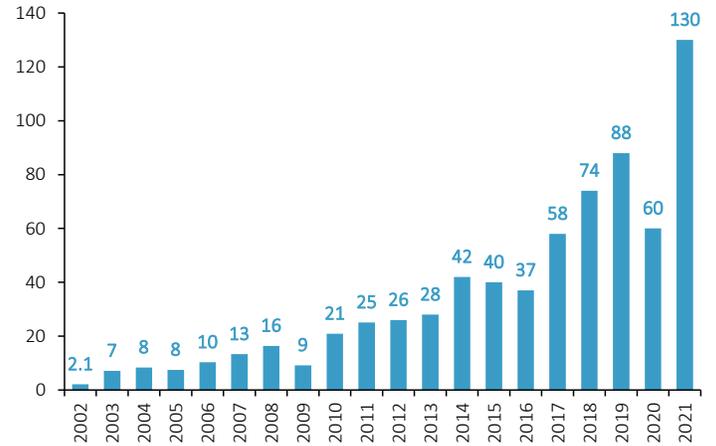
El escenario hacia la segunda mitad de 2022 difiere significativamente respecto de un año atrás: alta inflación, volatilidad en mercados líquidos y tensiones geopolíticas, mercados públicos volátiles y tensiones geopolíticas. Aun así, las condiciones para el mercado de secundario de alternativos lucen atractivas. Siguiendo la tendencia de los últimos años, se registra un aumento en el apetito por fondos secundarios, los que ofrecen múltiples beneficios a los inversionistas, como es la diversificación por *managers* y estrategias, *catch-up* de *vintages* pasados, acceso a mercados con oferta limitada y mitigación de la curva J.

El 2021, los fondos secundarios mostraron un récord histórico en volumen de mercado, con un aumento de 216% respecto al año anterior, alcanzando los USD 130 *billion*. El alza fue liderada principalmente por la adquisición de participaciones en fondos de *Private Equity* (PE) y *Venture Capital* (VC), siendo la estrategia de *buyout* ~76% del total de transacciones secundarias. En lo que va del año, se han recaudado USD 10.6 *billion* en fondos secundarios según Preqin, mayor a los últimos dos trimestres del 2021 y también respecto al mismo periodo pre-pandemia.

### Transacciones *GP-led* liderando el 2021

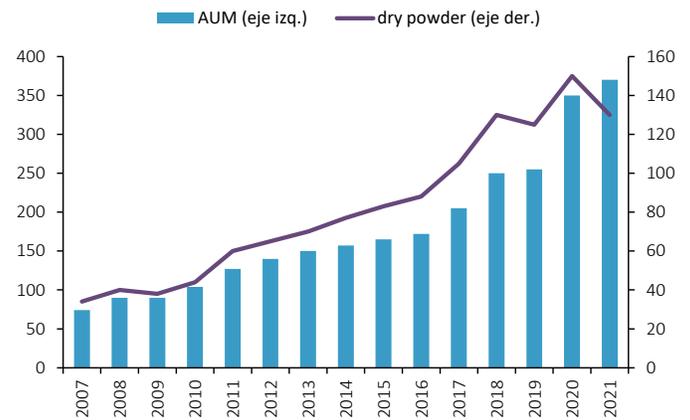
Por muchos años el camino tradicional para que un inversionista ingresara al mercado secundario, era cuando un aportante (*Limited Partner* o LP) de un fondo necesitaba salida adelantada, ya sea por motivos de liquidez, cambio de la estrategia de inversión, insatisfacción con desempeño del portafolio u otras razones. El LP procedía con la venta de su participación a un nuevo inversionista, en muchas ocasiones a un descuento en el precio de venta. El comprador entonces accedía a un portafolio de activos con todavía potencial para crear y maximizar valor.

**Transacciones en el mercado secundario global**  
USD billion



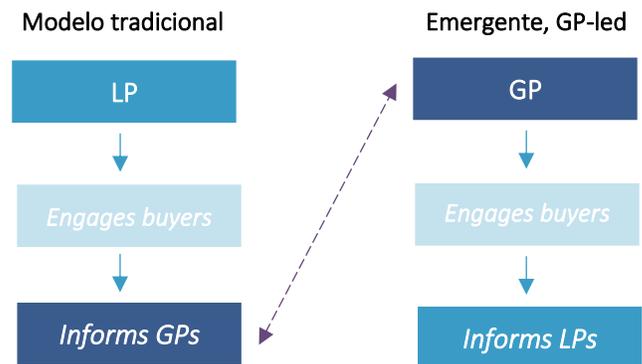
Fuente: JP Morgan Guide to Alternatives 1Q2022

**Activos gestionados y *dry powder* secundarios**  
USD billion



Fuente: Preqin Pro Assets Under management as of sep 21

### Anatomía transacciones *GP-led*

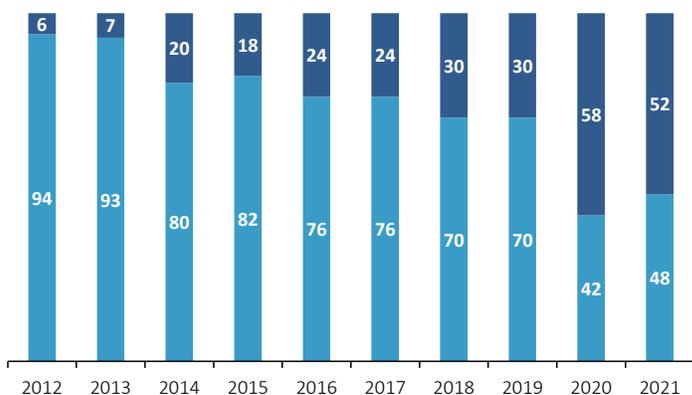


Fuente: Adam Street Secondary Market Outlook 2021

## Volumen de transacciones secundarias

%

■ Transacciones LP-led ■ Transacciones GP-led



Fuente: Hamilton Lane Secondaries 2021; Jefferis Global Secondary Market

## Comparación transacciones secundarias

	Inversión en Vehículo de continuación	Inversión en una transacción LP-led
Potencial de Diversificación		
Liquidez de corto plazo		
Calidad de los activos subyacentes		
Alineación de los objetivos del manager y el inversionista		

Fuente: Hamilton Lane Secondaries 2021

Hoy, las transacciones *GP-led* proporcionan un camino adicional para ingresar al mercado secundario. En las transacciones *GP-led* es el Socio General (*General Partner* o GP) quien toma la iniciativa de extender la vida del fondo (cuando se acerca a su fin) para continuar con la estrategia que aún tiene potencial de apreciación y maximización de valor. Para ello puede vender una serie de activos del fondo (no esenciales) o llamar a nuevos inversionistas para ofrecer opciones de liquidez a los LPs existentes. Los LPs pueden aceptar la salida anticipada (vendiendo su participación de vuelta al GP o a un nuevo inversionista) o reinvertir su capital en un fondo de continuidad que el GP original ofrece para prolongar la estrategia bajo una reestructuración del fondo original.

Este tipo de sub-estrategia -la de crear un fondo de continuidad-, es la más frecuente, llegando a representar durante 2021 un 83% de las transacciones. Según Pitchbook, éstos son considerados una herramienta eficaz para la gestión proactiva de portafolios.

El año pasado las transacciones *GP-led* fueron las que lideraron en el mercado de secundarios, con un 52% más en comparación con un 48% *LP-led*. Esta tendencia se observa solo en los últimos dos años, pues antes del 2020, las transacciones lideradas por los aportantes eran lo común. La aparición de estos acuerdos se debe principalmente a que son vistos como una alternativa atractiva y viable de *exit*, al mismo tiempo que permite vender activos no esenciales, optimizando y extendiendo la vida del portafolio. Según Hamilton Lane, un aspecto importante a considerar es que en los vehículos de continuación los GPs están reinvertiendo hasta un 100% de las ganancias del fondo original, lo que sugiere una fuerte convicción en el potencial de *upside*, incluso, los socios generales se han alineado con los compradores al invertir capital adicional directo de sus propios bolsillos.

Los próximos años se espera ver un fortalecimiento de esta tendencia como consecuencia del aprendizaje continuo de los *GP's* sobre el mercado, el cual involucra transacciones cada vez más complejas. En este sentido, según Hamilton Lane, los *managers* secundarios que han seguido una estrategia flexible a través de transacciones estructuradas y *LP-led* (tienen años de experiencia), ahora están mejor posicionados para capitalizar el crecimiento del mercado *GP-led*, en especial de vehículos de continuación.

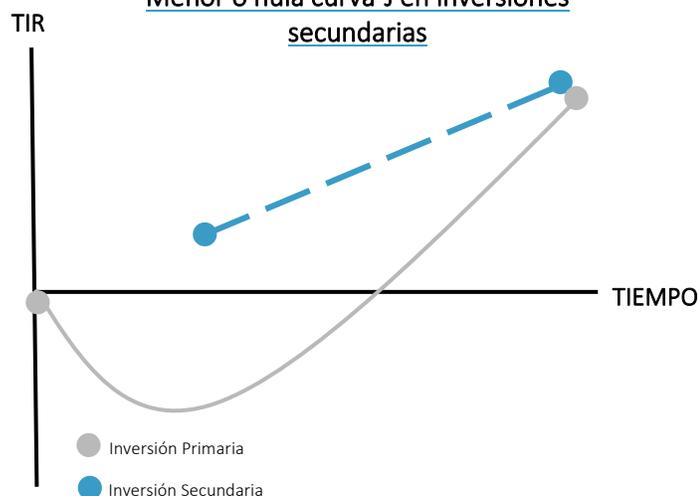
No hay que dejar de lado las transacciones *LP-led*, las cuales tuvieron un sólido año el 2021, aumentando en más de 126% en volumen de ventas con 20 transacciones sobre USD 1 *billion*. A diferencia de los *GP-led*, tienen una duración más corta (generalmente se vende la participación después de que el fondo ha terminado o se encuentra en las últimas etapas de su periodo de inversión de 5 años) con un relativamente rápido retorno al efectivo, lo que ayuda a mitigar la curva J. Además, generalmente son más diversificados porque los portafolios tienen más activos subyacentes que en una transacción liderada por los *managers*. Se espera que el apetito por este tipo de acuerdos se mantenga alto, sobre todo considerando que muchos compradores tienen límites de concentración por empresas o buscan tomar posiciones de manera oportunista.

### La dinámica de los vendedores

Como se mencionó anteriormente, el 2021 la mayoría de los vendedores en el mercado secundario fueron socios generales (*GPs*). A ellos le siguieron los fondos de pensiones (19%) e instituciones financieras (9%), los cuales representaron el segmento más grande dentro de lo que son las transacciones *LP-led*. Es interesante notar que los últimos años han subido los precios del mercado secundario. El 2020 se transaban a un 86% del NAV y en julio de 2021 ya presentaban un aumento de 400 pbs., indicio de que el mercado está bastante ajustado por un creciente número de actores, por lo que las oportunidades de comprar a grandes descuentos se vuelven escasas. Cabe destacar que el mercado secundario para *Venture Capital* y *Real Estate* sigue luciendo bastante atractivo en lo que se refiere a precios de compra. Si bien han subido el último año, siguen transando al menos 600pbs. por debajo de *buyout* y secundarios en general, presentando una oportunidad para inversionistas en un segmento que está empezando a llamar la atención en el mundo de los secundarios.

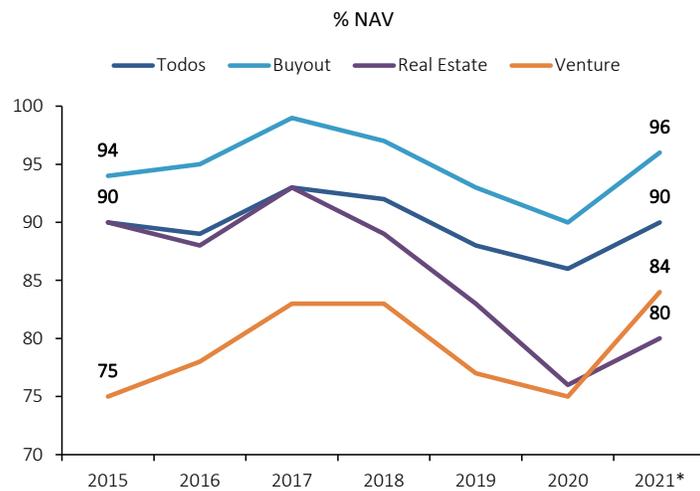
En lo que se refiere a VC, se ve un aumento en el número de inversionistas que ganan exposición a través del mercado secundario. Los nuevos aportantes obtienen acceso al alto potencial de crecimiento de *start-ups* que han demostrado cierta capacidad de generación de ingresos, signos de escala y han superado las etapas iniciales de desarrollo.

### Menor o nula curva-J en inversiones secundarias



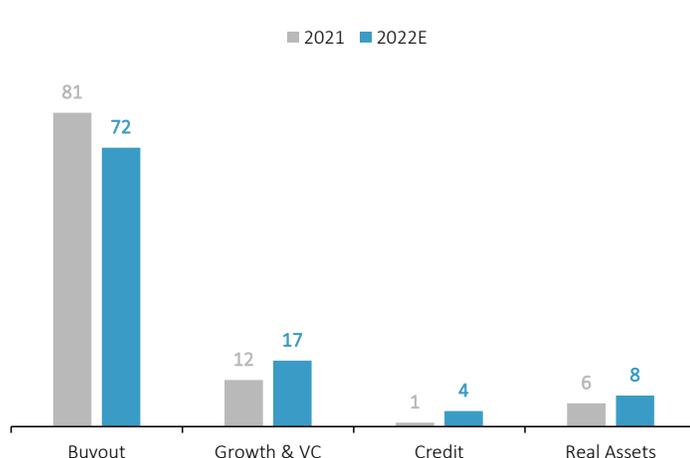
Fuente: *Introductory Guide to Investing in Private Equity Secondaries; CAIA*

### Precios mercado secundarios



Fuente: *Jefferies Global Secondary Market Review July 2021*

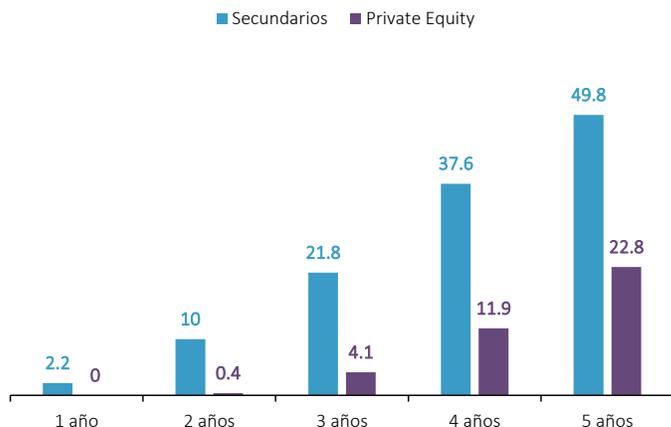
### Despliegue transacciones GP-led por sector



Fuente: *Lazard sponsor-led secondary market report 2021*

## Distribuciones de capital más rápidas

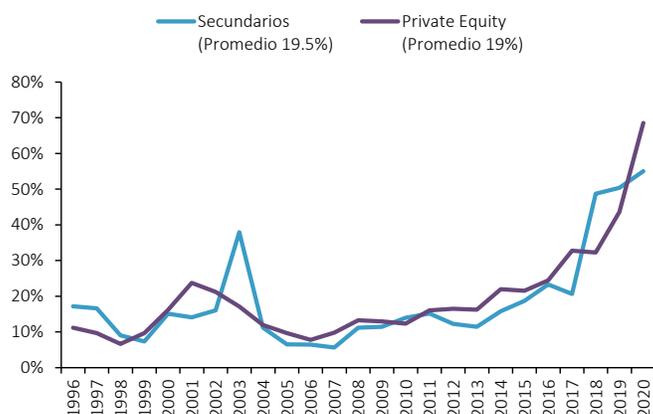
Distributed-to-committed ratios | %



Fuente: Preqin performance data as of december 2015

## Desempeño secundarios y Private Equity

Pooled IRR | %



Fuente: Pitchbook benchmarks secondaries Q3 2021

## Promedio volatilidad de retornos anuales

2000-2020 | %



Fuente: Pitchbook benchmarks secondaries and Private Equity Q3 2021

La probabilidad de fracaso al entrar a VC en etapas más tardías disminuye considerablemente, sobre todo porque las empresas ya evidencian cierto *track record* (historia), lo que reduce el riesgo y optimiza la rentabilidad en una clase de activo históricamente volátil. Se espera que el 2022 aumenten ~7% las transacciones *GP-led* de VC y *Growth* a costa de reducir ~9% las de *buyout*, aunque seguirán siendo la mayor parte de las transacciones.

## Características atractivas atraen la mirada al mercado de alternativo secundario

El adquirir fondos en sus etapas tardías -donde la mayor parte de los *fees* ya han sido pagado- permite una mitigación parcial (y a veces total) de la curva J, en especial si el subyacente se adquiere a un descuento de su NAV. Es por esta razón que los secundarios tienen distribuciones de capital más rápidas que las inversiones primarias en alternativos, en otras palabras, el DPI (*Distribution to paid-in capital*) explota desde los primeros años y luego tiende estabilizarse. Por ejemplo, si comparamos secundarios con inversiones primarias en PE, a los 2 años el DPI es 10 veces mayor en secundarios que primarios y a los 5 años ya se ha distribuido ~50% del capital comprometido, más de la mitad que en el caso de PE.

Otra característica atractiva de secundarios son las rentabilidades ajustadas por riesgo. De acuerdo con estimaciones de Pitchbook<sup>1</sup>, la rentabilidad a 1 año es de ~52%, a 3 años de ~18% y a 5 años de ~17%, acompañado de una volatilidad más baja -en promedio 13% entre el 2000 y 2020- si se compara con otras clases de activos como PE (19% para el mismo periodo). Lo anterior se explicarían por *holding periods* menores y la rápida revalorización de activos que fueron comprados a descuento.

Por último, si bien los secundarios tienen un leve menor múltiplo neto (TVPI<sup>2</sup>) que PE (1.53x vs 1.76x entre el 2000 y 2020<sup>3</sup>), muy pocos generan pérdidas. De acuerdo con datos de Preqin, en un periodo de 20 años, el 1% de los fondos secundarios obtuvieron múltiplos menores a 1, mientras que el 10% de los fondos de PE tuvieron pérdidas en el mismo periodo, lo que se atribuye a la mayor diversificación, menor tiempo para liquidar, mayor visibilidad y los descuentos obtenidos contra el NAV.

1: Pitchbook benchmarks secondaries and Private Equity Q3 2021  
Ver metodología aquí: <https://pitchbook.com/news/articles/pitchbook-report-methodologies>

2: ver glosario

3: Elaboración de Compass Group usando datos de Pitchbook

## Glosario:

- > DPI o *Distribution to paid-in capital*: es La proporción del capital exigido que se ha distribuido o devuelto a los LPs. Esto incluirá efectivo y distribuciones de acciones, siendo estas últimas valoradas en la fecha de distribución y tratadas de la misma manera que una distribución de efectivo.
- > TVPI o *Total value to paid-in*: es el efectivo, más los valores distribuidos (DPI), más el valor del interés restante del LP en la sociedad

**Fuente:** Preqin Glossary

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass Group y/o personas relacionadas ("*Compass Group*"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.