

VARIANZA

Ratios clave para medir la rentabilidad de un fondo de mercados privados

No hace demasiados meses leía un *white paper* de [Klarphos](#) en el que se reflexionaba sobre las figuras del [Multiple On Committed Capital \(MOCC\)](#) y del [Return on Committed Capital \(ROCC\)](#) para medir rentabilidades en fondos de inversión alternativa. Estas medidas, para quien no esté familiarizado con ellas, no son más que el múltiplo y la rentabilidad medidas sobre capital comprometido, en vez de sobre capital desembolsado.

¿Qué aportan estas medidas sobre los tradicionales [Multiple On Invested Capital \(MOIC\)](#) y [Return On Invested Capital \(ROIC\)](#)? La respuesta inmediata, entre muchas, es que medir la rentabilidad sobre capital comprometido penaliza a gestores que no hayan mantenido niveles altos de inversión.

Además, en función de lo que se haga con el capital no desembolsado, su coste de oportunidad variará. Cuando este coste de oportunidad es mayor, cobra sentido medir la rentabilidad contra compromiso, mientras que, si no es tan alto, la ventaja no estará clara.

Por si no hubiera suficientes acrónimos, podemos añadir alguno más: el [Distributed to Paid-In \(DPI\)](#) y el [Distributed to Committed Capital \(DCC\)](#). El primero consiste en medir las distribuciones sobre el capital desembolsado, y el segundo lo hace sobre capital comprometido.

Estas medidas, a diferencia de las anteriores, miden la parte del capital que ha sido

devuelto al inversor, sin tener en cuenta el potencial retorno del capital todavía invertido. Por lo que no son una medida de rentabilidad en sí misma.

¿Qué métrica es más adecuada?

Pues depende de para qué se utilice y el tipo de inversor que seas. De este modo, podemos distinguir tres grupos de inversores.

1. Inversores particulares

En un primer grupo están los que no tienen capacidad de gestionar el capital comprometido que aún no ha sido llamado. Aquí puede haber alguna excepción, pero generalmente serán inversores privados que inviertan bajo asesoramiento de entidades financieras.

Estos inversores o sus asesores, con el fin de no perder agilidad para atender capital calls, tenderán a dejar el capital no desembolsado en activos de alta liquidez y baja rentabilidad, haciendo que el coste de oportunidad sea alto. Para ellos serán importantes las métricas sobre capital comprometido: ROCC, MOCC y DCC. Niveles altos de capital invertido y un MOIC modesto, pueden llegar a ser más rentables que un nivel bajo de capital invertido con un MOIC excelente.

VARIANZA

2. Fondos de fondos

En un segundo grupo entran los inversores que no tienen coste de oportunidad para el capital no desembolsado: los fondos de fondos ilíquidos. Estos inversores miran en dos direcciones: hacia los fondos en los que invierten y hacia sus propios inversores. No tienen capital no desembolsado en cartera, ya que únicamente piden a sus inversores lo que sus fondos llaman (además de sus propias comisiones), por lo que no existe coste de oportunidad.

Mirando los fondos en los que invierten, será interesante que midan la rentabilidad sobre capital invertido (ROIC, MOIC y DPI) para evaluar si han generado valor y compararlos con sus competidores.

Mirando en dirección a sus inversores, estos sí que tendrán coste de oportunidad sobre el capital no desembolsado, por lo deberán mantener niveles altos de capital invertido para cumplir con su mandato.

Por tanto, deberían prestar atención a los ROCC, MOCC y procurarán que haya altos DCC para que sus inversores tengan capacidad de reinversión en nuevas añadas de su estrategia.

3. Inversores institucionales

En un tercer grupo se encuentran los inversores institucionales, fondos de fondos semilíquidos y estructuras tipo family offices. Este grupo tiene capacidad de gestionar el capital no desembolsado, por lo que tendrá un menor coste de oportunidad.

Para estos inversores, el nivel de capital desembolsado en cada tipo de activo es fundamental para acercar el asset allocation objetivo a la realidad de lo invertido. Al ser más bajo el coste de oportunidad del capital no desembolsado, las rentabilidades se medirán sobre capital invertido (MOIC, ROIC y DPI). La diferencia entre el capital desembolsado y el peso estratégico en cada activo y el DCC, determinarán las decisiones sobre nuevos compromisos.

Para estos dos últimos grupos entra en juego la capacidad de comprometer más capital del disponible tratando de acercar el nivel de desembolso esperado a la exposición deseada.

No hay una lectura única

En resumen, medir rentabilidades usando MOCC y ROCC como alternativas a métricas sobre capital invertido, tal y como propone Klarphos, es muy interesante y añade herramientas poco comunes, pero no es extrapolable a todo tipo de inversores. El coste del capital desembolsado y el mandato que cada inversor tenga debería determinar qué métrica usar para valorar rentabilidades y futuros compromisos de capital.

Miguel López Glez-Vallarino