



Alfonso Roa

MÚLTIPLOS PARA MONITORIZAR LOS FONDOS DE MERCADOS PRIVADOS

Alfonso Roa. Socio-Fundador de Alternative Ratings.

El foco sobre los múltiplos de referencia para estimar la rentabilidad de los activos de mercados privados está cambiando; tras los retrasos vistos en el pago de las distribuciones, los inversores están prestando más atención al múltiplo DPI en detrimento del TVPI.

La propia naturaleza de la inversión en Mercados Privados, caracterizada por su iliquidez y la distribución irregular de los flujos de caja, da lugar a que la manera de calcular los rendimientos se realice de una forma diferente

a los activos tradicionales (acciones y bonos). *Ver más información en el destacado.*

Si bien tanto el TVPI como el MOIC son métricas relevantes, ofrecen perspectivas diferentes. El TVPI proporciona una visión del rendimiento general de un fondo en su conjunto, es decir desde la perspectiva del inversor final (frente al "capital desembolsado"). Por el contrario, el MOIC se aplica para analizar las inversiones en la cartera del fondo, y se centra en el "capital invertido".

Aunque observamos que algunos Gestores tienden a mezclar indistintamente el MOIC y el TVPI, estos no serían por tanto lo mismo. El MOIC es un indicador

de la bondad en la gestión de la Cartera del fondo, y es esencial para el gestor, mientras que el TVPI es un múltiplo más relevante para el inversor.

El "DPI", o la métrica de referencia actual para los inversores

Los retrasos que estamos viendo en el pago de las distribuciones al inversor, aplazando con ello su recuperación del capital, dará lugar a que las expectativas de TIR previstas para los fondos no se acaben cumpliendo en muchos casos y a que, sin embargo, el múltiplo DPI se esté convirtiendo ahora en una métrica clave.

Las dificultades para las salidas de las compañías en cartera están suponiendo

Las principales métricas que se utilizan para determinar la rentabilidad de los Fondos de Mercados Privados son las siguientes:

- **Múltiplos: TVPI y MOIC**
- **Tasa de rendimiento TIR**

En el presente artículo, nos vamos a centrar en los múltiplos.

Hay 3 múltiplos básicos para que el inversor pueda valorar la performance de los fondos:

1. DPI (o Distributions to Paid-In), que expresa la proporción existente entre las distribuciones recibidas y el capital desembolsado por el inversor.

DPI = Distribuciones / Capital desembolsado

2. RVPI (o Residual Value to Paid-In), que muestra la proporción existente entre el valor residual (valor latente de las inversiones expresado por el valor liquidativo del fondo o NAV) y el capital desembolsado por el inversor.

RVPI = Valor Residual / Capital desembolsado

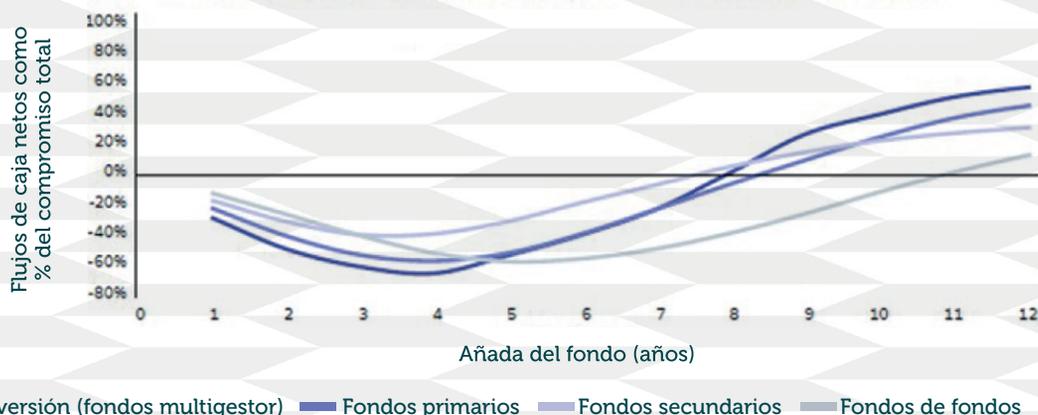
3. TVPI (o Total Value to Paid-In), que se corresponde con la relación entre el valor total del fondo (distribuciones recibidas + valor latente) y el capital desembolsado por el inversor.

TVPI = (Distribuciones + Valor Residual) / Capital desembolsado

Una variante del TVPI sería el **MOIC (o Multiple on Invested Capital)**.

MOIC = (Distribuciones + Valor Residual) / Capital invertido

Ahora cabría preguntarse, ¿qué métrica es más importante para los inversores, el TVPI o el MOIC?



Fuente: Goldman Sachs Asset Management, Cambridge Associates, Prequin, datos para el primer trimestre de 2023

La situación actual de mercado ha supuesto un freno en el volumen de las tres vías tradicionales de salida de activos en las carteras (compras por otros fondos, ventas a empresas estratégicas y ofertas públicas), obligando a los gestores a esforzarse en la búsqueda de nuevas alternativas de liquidez

una disminución de hasta el 49% en las distribuciones realizadas por los Fondos de Private Equity en los últimos dos años. Los gestores se resisten a vender los activos "trofeo" en cartera, a la espera de mejores valoraciones de salida y así poder proteger la TIR de los fondos. Sin embargo, esto ralentiza el lanzamiento de nuevos fondos, cuya asignación depende en muchos casos de las distribuciones que recibe el inversor de las añadas anteriores. En este escenario, a los inversores se les va agotando la paciencia, no se conforman sólo con "ganancias latentes" (NAV), y ponen el foco en el cantidad y rapidez en las distribuciones de cara a hacer asignaciones a nuevos fondos.

En efecto, la situación actual de mercado ha supuesto un freno en el volumen de las tres vías tradicionales de salida de activos en las carteras (compras por otros fondos, ventas a empresas estratégicas y ofertas públicas), y por ello, los gestores deberán esforzarse en la búsqueda de nuevas alternativas de liquidez.

Como se puede observar en el gráfico siguiente, el lapso hasta alcanzar el

"break even" de caja neta (entre desembolsos y distribuciones) se viene dilatando en el tiempo (más allá incluso de los 6 años) en las diversas estrategias de Fondos en Mercados Privados.

Ante esta situación, los gestores se plantean buscar soluciones de liquidez acudiendo a los mercados secundarios, bien para vender sus posiciones (con un descuento), o bien creando vehículos de continuación.

Otra posible solución de liquidez pasa por la llamada "financiación NAV", en la que los bancos otorgan préstamos basados en el valor liquidativo de la cartera del fondo, lo que permitiría acelerar el ritmo de las distribuciones. Según datos de PitchBook, los préstamos NAV han crecido hasta convertirse en una industria de 100 mil millones de dólares, y algunos analistas esperan que alcance los 600 mil millones de dólares en 2030.

Sin embargo, el rápido crecimiento de los préstamos NAV podría llevar a conflictos de interés y no nos parece la solución más adecuada para el inversor, ya que estaría recibiendo distribuciones

adelantadas al tiempo que traslada una carga de intereses hacia el futuro¹.

Por todo ello, los inversores deberán ahora evaluar la capacidad de los gestores para implementar soluciones de liquidez de una manera efectiva, ya sea mediante las desinversiones en cartera (salidas), o bien acudiendo a los secundarios.

En conclusión, al utilizar "múltiplos" como métricas del performance, los inversores se deberían plantear si para aquellos fondos con 6 o más años de vida que estén evaluando, sería más relevante ahora el DPI o el TVPI.

En la situación actual, el DPI nos parece una medida de rendimiento de suma importancia, ya que el TVPI incluye también el valor residual de las inversiones, y esto no deja de ser una incógnita sujeta a mayor variabilidad, especialmente si se mantuvieran situaciones adversas para el mercado.

En **Alternative Ratings** pensamos que el DPI es un múltiplo muy relevante para evaluar el performance de los Fondos en Mercados Privados y por ello, cuando realizamos un proceso de Due Diligence, no solo ponemos el foco en las potenciales divergencias entre los múltiplos de DPI y TVPI de los fondos maduros, sino que valoramos muy positivamente que los gestores demuestren tener capacidades para buscar soluciones óptimas de liquidez ante situaciones complejas.

1. Según el barómetro "Coller Capital's 40th Global Private Capital Barometer, Summer 2024", elaborado por Coller Capital, el 57% de los inversores entrevistados mostraron desconfianza con respecto a la financiación NAV.