RENTABILIDAD AJUSTADA POR RIESGO DE FONDOS PRIVADOS

En esta columna se comenta un "*white paper*" publicado por Gregory Brown, Christian Lundblad y William Volckmann en marzo de 2025, el cual describe y aplica una serie de medidas de rentabilidad ajustada por riesgo para estudiar el rendimiento histórico de 7.816 fondos globales de capital privado, deuda privada y activos reales.

Por Francisco Barañao, CFA.

En esta columna se comenta el *white paper* "Risk-Adjusted Performance of Private Funds: What Do We Know?[1]", de Gregory Brown, Christian Lundblad y William Volckmann.

A pesar del crecimiento de los fondos de inversión privados, o dicho de otra forma, no cotizados, la medición de su desempeño ajustado por riesgo no es un tema resuelto. Esta publicación es el estudio más completo a la fecha de esta medida, abarca 7816 fondos de capital privado, deuda privada y activos reales, entre 1988 y 2019.

Las medidas utilizadas y su cálculo son las siguientes[2], en orden de complejidad:

- *Multiples On Invested Capital (MOIC)*

Se calcula simplemente como la suma de distribuciones más el valor residual, dividido por la suma de las contribuciones a la fecha.

- *Internal Rate of Return (IRR)*

Es la tasa de descuento a la que el valor presente de los flujos es cero.

- *Modified Internal Rate of Return (MIRR)*

A diferencia de la IRR, que asume que los flujos se reinvierten a la misma tasa del proyecto, la MIRR asume una tasa para la reinversión de estos flujos. Se calcula como la tasa anualizada de la división entre i) el valor futuro de los flujos positivos, descontados a la tasa de reinversión, y ii) el valor presente de los flujos negativos, en valor absoluto y descontados a la tasa de financiamiento.

- *Public Market Equivalent* de Kaplan y Schoar (KS-PME, o PME)

Es una modificación del MOIC que ajusta los flujos de efectivo utilizando los rendimientos de un índice de referencia elegido en el mercado público. Para calcularlo, primero se calcula el valor futuro de cada flujo de caja utilizando los rendimientos de referencia del mercado público como tasa compuesta. A continuación, se calcula el PME como la relación entre i) el valor futuro de las distribuciones de fondos (con el valor residual, si lo hay, tratado como una distribución terminal) y ii) el valor futuro de las contribuciones totales de los fondos. Si el fondo privado supera la inversión hipotética implícita en el mercado público, entonces el PME será mayor que 1; si el fondo privado tiene un rendimiento inferior a la inversión hipotética del mercado público, entonces el PME será inferior a 1.

- *Direct Alpha (DA)*

"*Direct Alpha*" de Gredil et al. (2023) es análogo al PME en el sentido de que puede considerarse una "TIR ajustada al mercado". Las contribuciones y distribuciones de fondos se ajustan al índice de

[1] https://uncipc.org/index.php/publication/risk-adjusted-white-paper/

[2] En esta columna se utilizan las expresiones en inglés, como aparecen en el documento original y como se utilizan habitualmente en el mundo financiero.

© 2025 CFA Institute. Todos los derechos reservados. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no representan necesariamente la posición de CFA Institute y CFA Society Chile.

referencia de la misma manera que con el PME, para generar flujos de efectivo en relación con el índice de referencia público. Luego, esos flujos de efectivo se utilizan en un cálculo estándar de TIR. Un alfa directo positivo indica que el fondo privado ha superado a su índice de referencia, un alfa directo negativo implica un rendimiento inferior.

- *Korteweg-Nagel generalized PME* (KN-GPME)

Compara el rendimiento con un índice de mercado público, corrigiendo distorsiones causadas por flujos de caja irregulares, volatilidad, e inversiones de tamaño muy pequeño que inflan los resultados.

Para calcularlo: i) se registran los flujos de caja del fondo, ii) se aplican factores de descuento basados en el rendimiento del índice público para ajustar cada flujo de caja, iii) se construye un portafolio público simulado, escalado para que coincida en tamaño y calendario con la inversión privada y iv) se dividen los valores presentes de ambos para evaluar el rendimiento relativo.

Si el KN-GPME > 0, la inversión privada superó al mercado público, y si el KN-GPME < 0, el mercado público habría sido una mejor opción. Al ser una medida basada en diferencias, es más estable y comparable entre fondos y años que el PME.

- *Brown-Ghysels-Gredil "Now-Casting" model* (BGG)

El modelo *NowCasting* de Brown et al. (2023), o BGG, utiliza los valores netos de los activos (NAV) además de los flujos de caja a nivel de fondo para generar estimaciones de los NAV de valor razonable "verdaderos" en un modelo de espacio de estados. La estimación del modelo también requiere especificar un índice de mercado público amplio y un activo comparable específico para el fondo.

Un beneficio del modelo es que genera estimaciones de los factores de riesgo específicos del fondo (por ejemplo, beta del mercado) y rendimientos excesivos (por ejemplo, alfa anualizada), así como otros parámetros potencialmente útiles (riesgo idiosincrásico del fondo y un parámetro de suavizado del NAV). Sin embargo, el modelo es complejo y requiere técnicas avanzadas de estimación estadística.

Finalmente, se utiliza el método de Dimson para estimar la exposición sistemática al riesgo a los índices de referencia públicos (es decir, las betas del mercado) utilizando cinco desfases de rendimiento trimestrales, Luego, se usan estas estimaciones para ajustar los puntos de referencia del mercado público para KS-PME y DA.

A continuación, se describen los *benchmarks* utilizados para cada clase de activos analizada, que en general corresponden a índices conocidos, salvo en los casos de activos inmobiliarios y activos reales donde se utilizaron índices a la medida.

En base a estas medidas y *benchmarks* se analiza la rentabilidad histórica ajustada por riesgo de fondos privados para varias clases de activos.

El documento describe y comenta los resultados en detalle, y resulta una fuente de información muy valiosa para cualquier profesional interesado en entender el comportamiento de la rentabilidad de fondos de distintos activos, que no se transan en el mercado público.

La extensión de esta columna no es suficiente para replicar este análisis detallado por lo que a continuación sólo se describen algunos resultados y conclusiones interesantes.

Private Equity

Los autores estiman que los *buyout funds* de EE. UU. han tenido históricamente una beta cercana a 1 y han generado rendimientos en exceso de manera confiable, independientemente del índice de referencia o el modelo de riesgo.

En contraste con los resultados de los *buyout funds*, los autores encontraron rentabilidades no ajustadas sólidas para los fondos de capital de riesgo, pero una rentabilidad ajustada al riesgo débil. Estos fondos de capital de riesgo presentan betas muy superiores a 1 y retornos en exceso casi nulos o negativos, dependiendo del índice de referencia y el modelo.

Los *buyout funds* del resto del mundo y de capital de riesgo han tenido un exceso de rentabilidad positivo fiable, utilizando un índice de referencia para esa zona geográfica.

Si bien las IRR para los fondos de capital de riesgo son altas para todas las geografías y para América del Norte (pero no para los fondos de capital de riesgo fuera de dicha zona), gran parte de la alta IRR parece estar impulsada por el rendimiento muy sesgado positivamente de algunos fondos (por ejemplo, durante la era de las puntocom).

Los autores analizan también los resultados utilizando diferentes *benchbarks*, concluyendo que, en general, la elección del índice de referencia puede tener un gran efecto en las estimaciones de la rentabilidad ajustada al riesgo para un año determinado, pero que a largo plazo las diferencias no son grandes.

Deuda Privada

Los autores concluyen que todas estimaciones de rentabilidad ajustada al riesgo indican que los fondos de deuda privada han generado retornos en exceso positivos.

En general, las diferencias en los rendimientos de los fondos de deuda privada entre las subestrategias son bastante limitadas, y la mayoría de las medidas muestran un rendimiento positivo ajustado al riesgo. La deuda mezzanine tiende a superar a las otras subclases de deuda, con la deuda sénior no muy lejos, pero los resultados dependen del modelo.

Debido a su alta beta, la deuda *distressed* exhibe una considerable sensibilidad a los ajustes del mercado público.

Finalmente, los autores hacen ver que la mayoría de los fondos de deuda de la muestra no han experimentado un ciclo crediticio propiamente tal (el último ciclo importante se produjo en 2007-2009 durante la crisis financiera mundial), en el que se podría observar la rentabilidad en un entorno de mercado más desafiante. Como consecuencia, es probable que se esté subestimando el riesgo de los fondos de crédito privado y, por lo tanto, sobreestimando la rentabilidad ajustada al riesgo.

Activos Reales

Los autores estiman la rentabilidad de los fondos inmobiliarios y de infraestructuras, tanto por separado como en conjunto.

A pesar de obtener de manera fiable betas de mercado estimados que son inferiores a 1 en relación con un índice de referencia de REIT públicos, los fondos inmobiliarios tienden a generar rendimientos excesivos nulos o negativos.

Por el contrario, los fondos de infraestructuras han generado de manera confiable un exceso de rentabilidad positivo en relación con los índices de referencia de infraestructuras públicas, y sus betas estimadas suelen ser inferiores a 1.

Conclusiones

En general, los resultados sugieren un rol importante al incorporar adecuadamente las estimaciones de riesgo en la evaluación del desempeño.

Considerando el compromiso entre la complejidad metodológica y la precisión práctica, los autores estiman que los PME y los alfa directos, combinados con índices de referencia bien construidos, identifican adecuadamente los fondos de mayor rendimiento.

Además, el beneficio marginal de los modelos más complejos es limitado, lo que sugiere que invertir en el desarrollo de *benchmarks* tiene probablemente más impacto que avances adicionales en técnicas econométricas.