



## NOTAS DE PENSIONES

NRO. 32 – DICIEMBRE 2018

### La inversión de los fondos de pensiones en activos alternativos: los casos de Chile y México

#### RESUMEN EJECUTIVO

La suficiencia de los recursos para financiar las pensiones al llegar a la edad de jubilación es uno de los temas de mayor relevancia para los sistemas de pensiones alrededor del mundo. Por ello, las administradoras de fondos de pensiones se encuentran en la búsqueda continua de vehículos de inversión que ofrezcan rentabilidades atractivas. Uno de esos vehículos son los activos alternativos.

Algunos ejemplos de activos alternativos son los activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada e infraestructura. Estos activos constituyen un tipo de inversión más tangible para las personas: se trata de poner dinero en un negocio y, según el acuerdo que se haga con las partes y cómo le vaya al negocio, recibir ganancias. Las inversiones en este tipo de instrumentos proveen a los portafolios de inversión de los fondos de pensiones de activos de largo plazo acordes con el horizonte de inversión del ahorro para pensiones, además de que ayudan a la diversificación y proporcionan una fuente de rendimientos que pueden ser superiores a los de activos tradicionales.

En México la regulación permite a las administradoras invertir en activos alternativos desde el año 2007. Actualmente, se pueden realizar inversiones en activos alternativos a través de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD), los Certificados de Proyectos de Inversión (CERPI), Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria (FIBRAS) y Fideicomisos de Inversión en Infraestructura (FIBRA-E). Las Administradoras de Fondo para el Retiro (AFORE), a través de dichos instrumentos,

han participado en proyectos de infraestructura, energía, desarrollos inmobiliarios, proyectos forestales e inversión de capital privado en empresas, entre otros. Hoy día, las AFORE tienen invertidos USD 23.000 millones en CKD y CERPI, equivalente al 8% del total de la cartera. Se espera que las inversiones en este tipo de activos sigan creciendo hacia el futuro.

Respecto del desempeño de los activos alternativos en México, en el caso de los CKD y los CERPI ha variado dependiendo del sector. Durante los últimos 10 años, la infraestructura es el tipo de activo alternativo que mejor ha rendido. En términos de las FIBRAS, aunque con mayor nivel de volatilidad y menor rendimiento que los CKD y CERPI, también se ha observado que entregan rentabilidades estabilizadas que complementan el portafolio de las AFORE.

En Chile, en octubre de 2016 la normativa autorizó a invertir en activos alternativos en forma directa, y en octubre de 2017 recién se emitió la normativa que permite efectivamente a las AFP invertir en estos activos. En el primer semestre de 2018 la mayoría de las AFP locales conformaron sus equipos para iniciar sus operaciones con la inversión en este tipo de instrumentos. A junio de 2018, un 2,7% de los fondos (aproximadamente USD 5.512 millones) estaba invertido en activos alternativos. La inversión máxima que pueden efectuar los fondos de pensiones en estos activos, si utilizaran los límites máximos definidos por el Banco Central, es de USD 13.305 millones, esto es el 6,6% del total de los fondos de pensiones. Se estima que si los fondos de

pensiones invierten en el largo plazo un 10% en activos alternativos y se supone que dichas inversiones rentan en promedio 4% adicional al retorno de los activos tradicionales que se sustituyen, las pensiones en el largo plazo podrán aumentar en un 10%.

Como se indicó, un ejemplo de activo alternativo son los activos inmobiliarios. Uno de los vehículos que se usa para invertir en esos activos son los llamados “Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces” (Real Estate Investment Trust, REITS), estructuras que no tienen plazos de vencimiento porque son de duración indefinida. Su foco está en la generación de renta en el valor del activo neto y en el aumento del dividendo. La evidencia ha mostrado que estos vehículos tienen un papel decisivo en la mejora de las rentabilidades de las inversiones y que también ayudan a reducir el riesgo. México utiliza actualmente una estructura muy similar a los REITS (FIBRAS).

En México las AFORE tienen años de experiencia con los activos alternativos. Uno de los desafíos que enfrentan es avanzar en el proceso de internalización de ciertos tipos de inversiones alternativas. En el caso de Chile, que recién está partiendo con la inversión en este tipo de instrumentos, se requiere mucho trabajo de estrategia, la cual debe ser coherente con las capacidades del equipo involucrado. Este último debe tener sólidas capacidades y ser multidisciplinario (inversiones, riesgo, legal y operaciones). Además, se espera que con el correr del tiempo la composición de la cartera en instrumentos alternativos en Chile esté aún más diversificada, con los respectivos desafíos y oportunidades que ello conlleva.

## INTRODUCCIÓN

Los sistemas de pensiones en el mundo enfrentan grandes desafíos para entregar pensiones adecuadas a los trabajadores durante su etapa pasiva. Uno de los desafíos viene de la demografía, ya que por una parte las expectativas de vida han crecido de una manera significativa, y continuarán haciéndolo a futuro, y por otra parte, las tasas de natalidad se han reducido de manera muy importante. Esta situación se agrava debido a los niveles de informalidad, ya que los sistemas de pensiones enfrentan la necesidad de financiar un retiro por un largo lapso de tiempo, a trabajadores que han cotizado un período muy breve de sus vidas (a veces, menos de un año).

Otro factor que incide en el monto de la pensión es la sostenida disminución que ha tenido la tasa de interés, a través de la cual se convierte el ahorro en pensión.

Los fenómenos descritos impactan negativamente en el monto de la pensión. En consecuencia, ante este escenario, se hace necesario encontrar mecanismos para incrementar la rentabilidad de los fondos de pensiones, tales como la inversión en activos alternativos.

En esta Nota de Pensiones se presentan algunas de las principales conclusiones del seminario de inversiones FIAP “Una Mirada hacia el Futuro”, llevado a cabo el 17 de octubre de 2018, en Santiago, Chile, y que analizó la inversión de los fondos de pensiones en activos alternativos. La Nota se organiza de la siguiente forma. La primera sección muestra la experiencia, lecciones y desafíos de la inversión en activos alternativos en el caso mexicano. La segunda sección hace lo mismo para el caso de Chile. Finalmente, la tercera sección profundiza en el aporte de los activos inmobiliarios en las carteras de inversión.

## I. El caso de México

En México, la regulación financiera permitió a las AFORE invertir en activos alternativos a partir del año 2007<sup>1</sup>. Actualmente, se pueden realizar inversiones en activos alternativos a través de los CKD, CERPI, FIBRAS y FIBRA-E. Las AFORE, a través de dichos instrumentos, han participado en proyectos de infraestructura, energía, desarrollos inmobiliarios, proyectos forestales, inversión de capital privado en empresas, así como en financiamiento y deuda híbrida<sup>2</sup>. En el Cuadro 1 se puede ver el detalle de estos vehículos de inversión y el tipo de exposición que tienen.

De acuerdo con Octavio Ballinas, ex Director de Inversiones y Riesgos de AMAFORE, las AFORE tienen un régimen de inversión muy conservador en comparación al estándar global de exposición a renta variable local para un fondo de pensiones (máximo 34% para el total de fondos), así como una fuerte restricción para invertir recursos en mercados internacionales (máximo 20% para el total de fondos). El conjunto de estos dos factores ha conducido a un escenario en que los fondos están muy concentrados en deuda gubernamental, y tienen baja exposición a acciones. Estas circunstancias han convertido a los activos alternativos en una atractiva opción de inversión. Ello, pues es políticamente justificable tener límites altos de inversión en esta clase de activos (ver Gráfico 1) y, además, contribuyen a aumentar la rentabilidad esperada y la diversificación de los fondos. Aun así, la limitante para invertir en valores internacionales continúa siendo un freno para tener mayores exposiciones a inversiones de riesgo, incluyendo los activos alternativos.

---

<sup>1</sup> CONSAR (2018).

<sup>2</sup> Financiamiento en el cual se da la opción de pagar parte del principal e intereses a través de la entrega de acciones representativas de la empresa.

De acuerdo con Ballinas, el otro factor limitante que se enfrenta es que todos los instrumentos de las AFORE tienen que ser de Oferta Pública. Debido a esta restricción, la exposición de las AFORE a activos alternativos se da por medio de cuatro vehículos públicos, los cuales son manejados por un administrador privado (General Partner, GP) y colocados por un intermediario colocador (Banco).

### ***Características de los CKD y CERPI***

Los CKD son fideicomisos que emiten títulos con el fin de obtener recursos que serán destinados para el financiamiento de uno o más proyectos, o para la adquisición de una o varias empresas. Los títulos otorgan a sus tenedores el derecho a participar de una parte de los resultados generados o derechos que formen parte del patrimonio<sup>3</sup>. Por cada 10% de la tenencia se tiene un asiento en el Comité Técnico y en el Comité de Inversiones. Es decir, los expertos en inversiones de las AFORE pueden sentarse en los comités de inversiones de estos CKD y decidir si se invierte en un potencial proyecto.

Los CERPI surgieron en 2016 como un complemento al CKD. La diferencia es que en el CERPI no se requiere la aprobación del Comité Técnico, o la Asamblea de Tenedores, para realizar las inversiones. Esto le da mayor flexibilidad al GP, con lo cual el instrumento funciona más parecido a los estándares internacionales.

En términos del gobierno corporativo, los CKDs y CERPIS cumplen con estándares altos. Este ha sido un factor muy importante para las autoridades locales.

La gran diferencia entre los CKD y CERPI viene dada por los fines para los cuales se utilizan. A la hora de invertir en un *first-time* fund, se utiliza un CKD porque éste entrega más control al inversionista institucional,

---

<sup>3</sup> CONSAR (2018).

permitiéndole participar en las decisiones de inversión. Un CERPI, en cambio, se utiliza en los casos en que está involucrado un GP con el que ya se ha invertido y con quien quizás ya se ha logrado resultados exitosos,

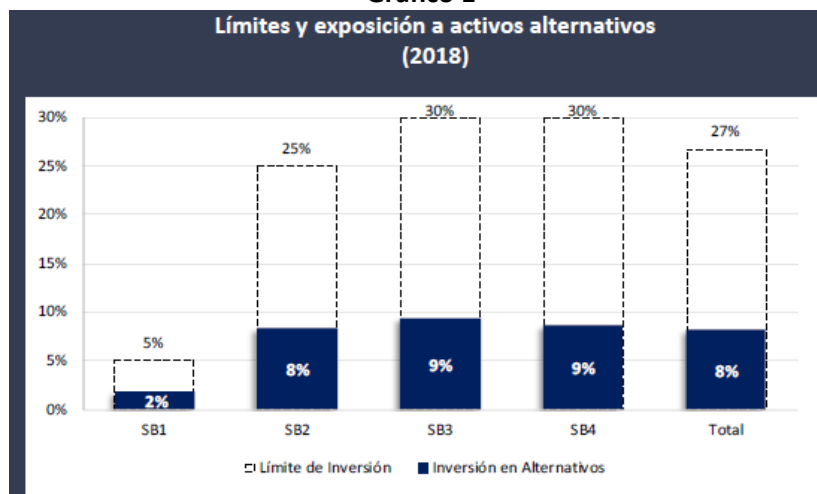
existiendo un nivel de confianza que permite la delegación completa de las responsabilidades de escoger las inversiones más adecuadas.

**Cuadro 1**  
**Evolución de los vehículos de inversión en activos alternativos en México**

	<b>Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs)</b>	<b>Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria (FIBRAS)</b>	<b>Certificados de Proyectos de Inversión (CERPIS)</b>	<b>Fideicomisos de Inversión en Infraestructura (FIBRA-E)</b>
Inicio:	2008	2013	2016	2016
Exposición a:	Financiamiento de empresas, bienes raíces e infraestructura	Bienes raíces estabilizados (vehículo tipo REIT's <sup>4</sup> )	Financiamiento de empresas, bienes raíces e infraestructura	Activos de infraestructura en etapas tempranas y maduras (Vehículo tipo MLP's)

Fuente: Ballinas (2018).

**Gráfico 1**



Fuente: Ballinas (2018).

<sup>4</sup> REIT, Real Estate Investment Trust. Se conoce con el nombre de Real Estate Investment Trust a las sociedades de inversión que son dueñas de activos inmobiliarios y cuyos ingresos proceden fundamentalmente de los alquileres de los mismos. Cotizan en bolsa y tienen que repartir dividendos todos los años.

## Evolución

Los CKD y CERPI ya llevan 10 años de existencia. Hoy día, las AFORE tienen un monto significativo invertido en estos vehículos: unos USD 23.000 millones en compromisos de inversión, equivalente al 8% del de la cartera de las AFORE.

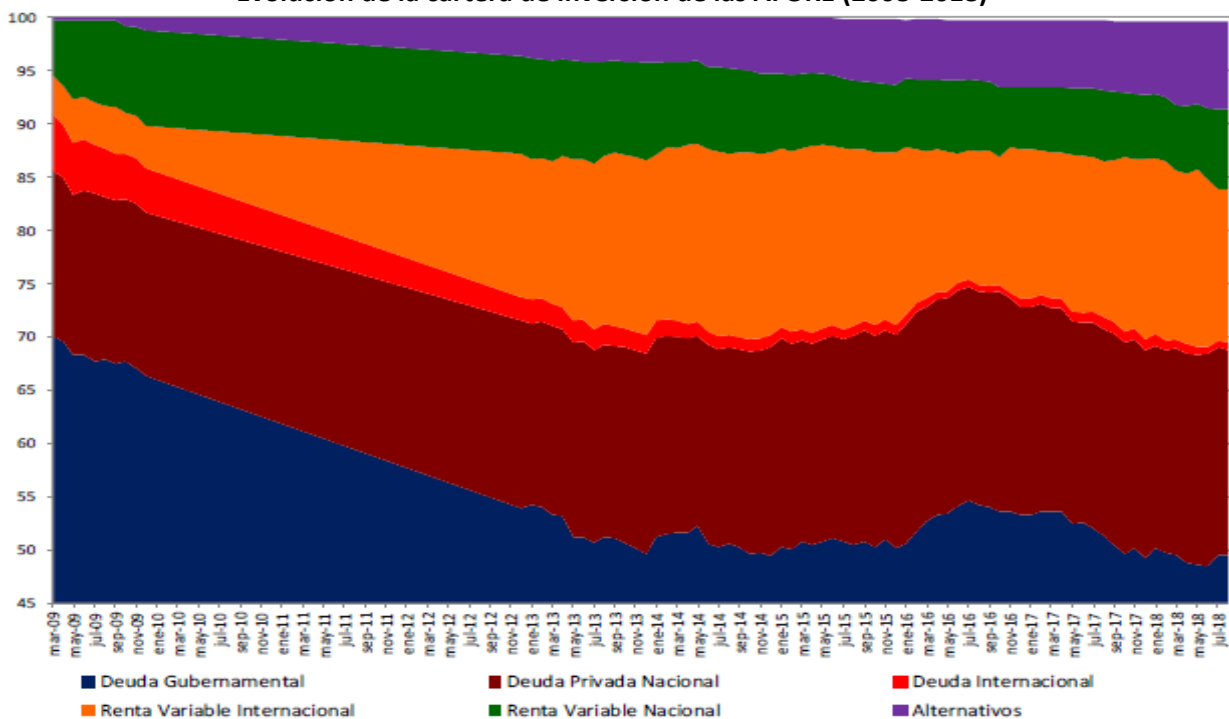
Los CKD y CERPI han tenido colocaciones básicamente en tres tipos de sectores: infraestructura, financiamiento a empresas (*private equity* o capital privado) y bienes raíces. En promedio, estos instrumentos han estado en aproximadamente 33% de cada uno de los sectores.

Las FIBRAS inmobiliarias han tomado el mercado muy fuerte. En México existen dudas sobre si este vehículo no ha generado una burbuja de precios en los bienes raíces. La verdad es que muchos analistas ya

pronosticaron un problema en este sentido. Por ello, la dinámica de este mercado ha cambiado y hoy está entrando con fuerza en proyectos de inversión en infraestructura, como el aeropuerto o el financiamiento de la empresa del Estado para generación de electricidad.

Todo este conjunto de factores ha logrado que la exposición de las AFORE a la deuda gubernamental baje de manera muy rápida y fuerte, al tiempo que los activos alternativos han ganado mucha importancia (ver Gráfico 2). Actualmente, aplicando el límite máximo regulatorio, hasta un 27% de activos podría estar invertido en alternativos (CKD, CERPI y FIBRAS), mientras que la inversión efectiva en éstos solo alcanza el 8,5%. Entonces, se puede decir que la regulación en sí misma no es el problema, sino que el problema es la velocidad de la generación de los proyectos versus el crecimiento de los activos.

**Gráfico 2**  
**Evolución de la cartera de inversión de las AFORE (2008-2018)**



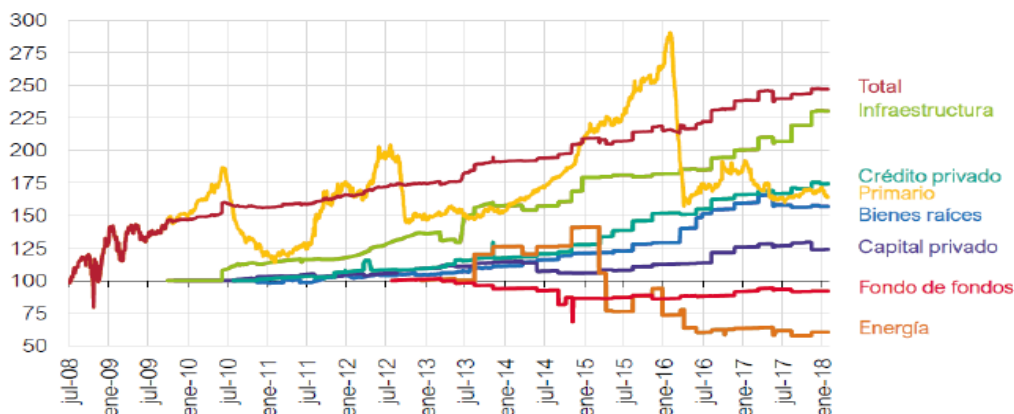
Fuente: Ballinas (2018).

## Desempeño

El desempeño de los CKD y los CERPI ha sido variado. El Gráfico 3 muestra los índices sectoriales por tipos de vehículos que se han colocado. Durante los últimos 10 años, la

infraestructura es el tipo de activo alternativo que mejor ha rendido. En tanto, la clase de activo alternativo “energía” ha sido impactada negativamente por la caída en el precio del petróleo.

**Gráfico 3**  
**México: Rentabilidad de los activos alternativos: índices sectoriales CKD y CERPI (desde fecha de emisión al 31 de agosto 2018)**



Fuente: Ballinas (2018).

Al observar las Tasas Internas de Retorno (TIR) de los CKD y CERPI, tanto en términos sectoriales, así como totales, se puede inferir

que se ha cumplido la tesis de inversión de que estos vehículos iban a rentar por arriba del mercado público (ver Cuadro 2).

**Cuadro 2**  
**TIR por sectores y total (CKD y CERPI)**  
**(desde fecha de emisión al 31 de agosto 2018)**

	Bienes Raíces	Capital Privado	Crédito Privado	Energía	Fondo de fondos	Infraestructura	Primario	Total
TIR	7.5%	2.7%	7.7%	-5.9%	3.6%	11.9%	4.3%	7.4%
# CKD's y CERPI's	35	25	9	11	5	14	2	101
TIR Negativa	17 (19%)	13 (52%)	3 (33%)	5 (45%)	0 (0%)	1 (7%)	1 (50%)	40 (40%)
TIR por arriba del promedio	13 (33%)	9 (36%)	3 (33%)	10 (91%)	3 (60%)	3 (21%)	1 (50%)	26 (26%)
TIR Max	40.6%	8.8%	10.3%	16.1%	4.3%	21.5%	4.4%	40.6%

Fuente: Ballinas (2018).

En términos de las FIBRAS, aunque con mayor nivel de volatilidad y menor rendimiento que los CKD y CERPI, también se

ha observado que constituyen fuentes de recursos estabilizados que complementan el portafolio de las AFORE (ver Gráfico 4).

**Gráfico 4**  
**Rentabilidad de los activos alternativos: índice de FIBRAS “S&P/BMV FIBRAS Index TR”**  
**(desde fecha de emisión hasta el 10-oct-2018)**



Fuente: Ballinas (2018).

### **Equipos de inversión de las AFORES**

En promedio las AFORE aún se encuentran en proceso de lograr internalizar el manejo de las inversiones en instrumentos alternativos. Los equipos de inversión de las AFORE han aumentado y se han sofisticado:

- (i) Incorporando una nueva certificación local para el personal que realiza el análisis de los instrumentos alternativos:
  - Se ha creado una certificación especializada que le dio más robustez al proceso de análisis y validación de dichos instrumentos.
  - La certificación local tiene vigencia de 3 años por lo que al término de la misma debe renovarse o en su caso se valida con la certificación internacional del CFA (*Chartered Financial Analyst*) o CAIA (*Chartered Alternative Investment Analyst*).
- (ii) Obteniendo certificaciones con entidades internacionales, debido a la especialización que se necesita. El personal con certificaciones internacionales ha crecido más del 200% en los últimos 5 años.

### **Lecciones**

Entre las principales lecciones que se pueden extraer a partir de la experiencia mexicana respecto a la inversión alternativa, están las siguientes:

- (i) El sesgo de la regulación a la inversión local ha sido un inhibidor del crecimiento de la exposición a instrumentos alternativos. En este sentido se destaca que a partir de 2018 las AFORE pueden invertir en alternativos fuera de México.
- (ii) Existe una escasez de administradores (GP) con *track record* probado.
- (iii) La rigidez de un vehículo de oferta pública ha hecho complicada la interacción con los grandes GPs internacionales.
- (iv) Se debe buscar un esquema que sincronice de mejor forma la estrategia de inversión con el período de maduración de los activos alternativos: se busca una transición al modelo de Target Date Funds (TDFs).
- (v) Es necesario avanzar en el proceso de internalización de ciertos tipos de inversiones.

## II. El caso de Chile

El 25 de octubre de 2016 se promulgó la Ley de Productividad, en la que se le dio luz verde a las AFP para invertir directamente en activos alternativos<sup>5</sup>. Posteriormente, en octubre de 2017, la Superintendencia de Pensiones emitió la normativa que efectivamente permitió a las AFP invertir en esta clase de instrumentos. Así, esta reforma representa el cambio legal más importante en el régimen de inversión de las AFP desde la creación de los Multifondos en 2002.

En el primer semestre de 2018 cuatro AFP locales conformaron sus equipos para el análisis de activos alternativos, así como sus políticas de inversión, de modo que ya están listas para iniciar sus operaciones en este tipo de instrumentos.

¿Por qué los activos alternativos son tan importantes? De acuerdo con Francisco Guzmán, Gerente de Inversiones de AFP Capital, ello obedece a que, en términos de alcanzar buenas pensiones, la rentabilidad es uno de los factores involucrados más significativos. Al cierre de septiembre de 2018 el valor total de los fondos de pensiones era de USD 205.417 millones. De todo el fondo de pensiones acumulado, un 72% está explicado por la rentabilidad de las inversiones y un 28% por las cotizaciones. Por ende, la mayor parte de la acumulación de fondos ha sido generada por la rentabilidad. La rentabilidad real promedio anual del fondo C ha sido de 7,9% entre 1981 y 2017, una cifra realmente muy alta y destacable.

Por su parte, de acuerdo con Osvaldo Macías, Superintendente de Pensiones de Chile, si los fondos de pensiones invierten en el largo plazo un 10% en activos alternativos y se supone que dichas inversiones rentan en promedio 4% adicional al retorno de los activos tradicionales que se sustituyen,

entonces la rentabilidad a largo plazo podría aumentar en cerca de un 0,4%. Dado que se estima que un punto más de rentabilidad durante toda la vida laboral de un afiliado puede aumentar en cerca de 25% el monto que recibirá al momento del retiro, entonces con el nuevo sistema de inversión en activos alternativos, en el largo plazo las pensiones podrían aumentar en un 10%, un impacto muy relevante. Es por ello que se le debe dar tanta importancia a la oportunidad de invertir en activos alternativos.

Las inversiones de los fondos de pensiones en Chile aumentaron fuertemente su diversificación entre 1981 y 2017, como se puede apreciar en la Figura 1 y en el Gráfico 5. Durante los años 80 existía una composición que partió naturalmente con instrumentos de renta fija. Esta estrategia obviamente generó al inicio un retorno alto porque los niveles de tasa de interés eran bastante atractivos en ese tiempo. Posteriormente vino todo un cambio institucional y regulatorio que ha permitido a los fondos de pensiones ir diversificando sus inversiones.

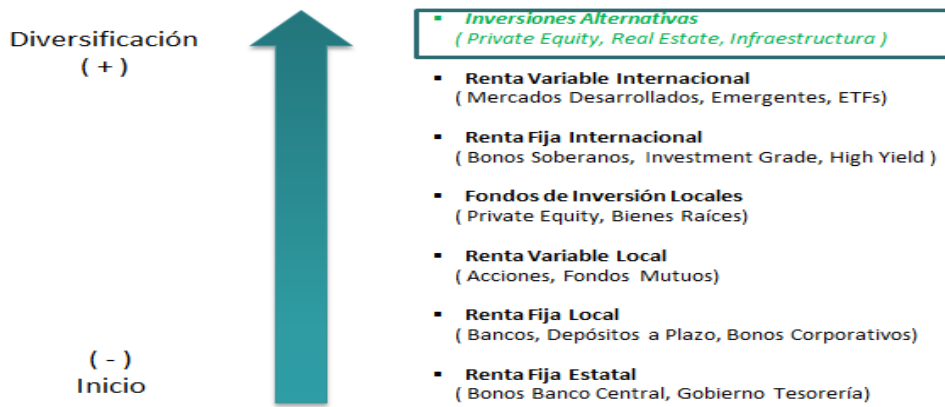
---

<sup>5</sup> Previo a este cambio legal, las AFP ya estaban invirtiendo los fondos de pensiones en activos alternativos, indirectamente, a través de los fondos de inversión.



**Figura 1**

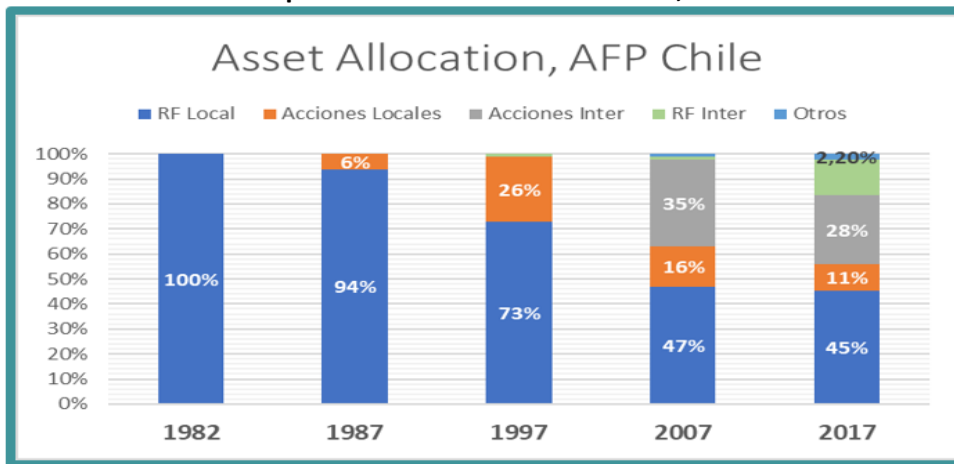
**Chile: evolución de la diversificación de la cartera de los fondos de pensiones**



Fuente: Guzmán (2018).

**Gráfico 5**

**Chile: Composición de la cartera de las AFP, 1982-2017**



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile.

La evolución señalada ha sido una secuencia natural y ha sido muy favorable para los fondos de pensiones en términos de poder acceder a nuevos instrumentos con mejores retornos. La mala noticia es que la rentabilidad real del fondo C ha ido decreciendo con el tiempo. De acuerdo a Osvaldo Macías, durante la década de los 80 la rentabilidad real del fondo C fue de 12,04%; durante la década de los 90 fue de 9,93%; durante los años 2000 fue de 5,72%; y durante los últimos 10 años fue de 4,32%. Tal como se indicó, un cambio de 1% en la rentabilidad tiene un impacto muy grande sobre la pensión. Por lo tanto, la situación actual presenta un desafío significativo: la asignación de activos de las AFP al año 2017 está mucho más diversificada que en 1997,

pero a pasar de ello las rentabilidades reales no logran ser superiores al 5%.

Actualmente, ya hay inversiones en activos alternativos. Los límites que hoy en día están permitidos se detallan en el Cuadro 3. Como puede apreciarse en el mismo Cuadro, la inversión efectiva que han realizado los fondos de pensiones, aún dista mucho de su límite autorizado. A junio de 2018, un 2,7% del total de los fondos (aproximadamente USD 5.512 millones) está invertido en activos alternativos.

Por otra parte, la inversión máxima en activos alternativos que podrían efectuar los fondos de pensiones si utilizaran los límites máximos definidos por el Banco Central, es de USD 13.305 millones o 6,6% de los fondos

de pensiones<sup>6</sup>. Ahora bien, si el Banco Central ampliara los márgenes de inversión hasta los límites establecidos en la ley (15%), la inversión en activos alternativos podría alcanzar a USD 30.454 millones.

Las inversiones en activos alternativos que se habían realizado hasta ahora, se orientaron principalmente al capital privado vía sus distintos vehículos, tanto inversiones primarias como secundarias, y no tanto a las otras alternativas (como infraestructura y/o inmobiliario) (ver Gráfico 6).

Algo que debe señalarse como nota precautoria sobre la inversión en activos alternativos es que los mayores retornos se obtienen con mayor exposición al riesgo. Como se puede ver en el Gráfico 7, para obtener un retorno esperado de 7,5%, en 1995 se podía tener una cartera 100% concentrada en bonos, con una volatilidad baja del 6%. En tanto, actualmente para lograr ese mismo 7,5% de rentabilidad esperada hay que tener una mayor diversificación hacia los activos alternativos, con el consecuente mayor nivel de riesgo. Lo que también ocurre es que ese mayor riesgo es menos observado porque la valorización no es continua como ocurre en los mercados públicos, pero sí genera ciertas ventajas a la hora de ser un inversionista de largo plazo.

---

<sup>6</sup> Tipo de cambio utilizado: CLP 647,95 por USD.

**Cuadro 3**

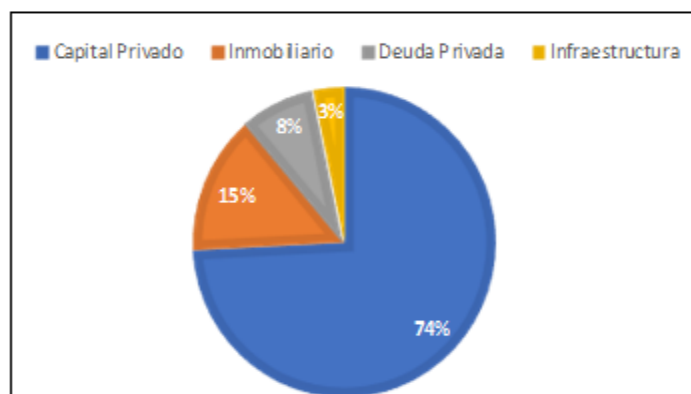
**Chile: Inversión de los fondos de pensiones en activos alternativos por categoría – junio 2018**

Categoría de Activo	Tipo de Fondo				
	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Total
Capital Privado	922	877	1.775	514	4.088
Inmobiliario	85	208	467	46	806
Deuda Privada	66	74	199	97	437
Infraestructura	29	42	101	8	180
<b>Total</b>	<b>1.103</b>	<b>1.202</b>	<b>2.542</b>	<b>665</b>	<b>5.512</b>
% Fondo	3,6%	3,6%	3,4%	2,0%	2,7%
Límite de inversión	10%	8%	6%	5%	5%

Fuente: Superintendencia de Pensiones, Chile.

**Gráfico 6**

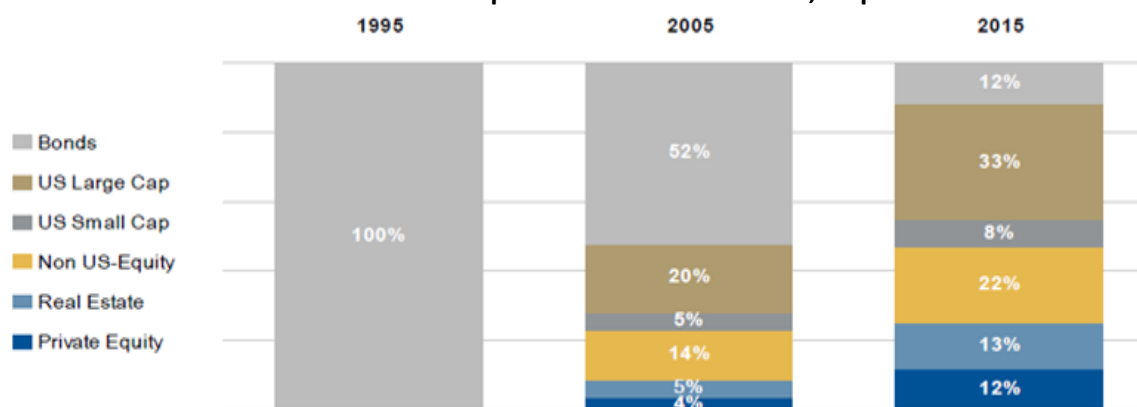
**Chile: Diversificación de la inversión en activos alternativos**



Fuente: Superintendencia de Pensiones, Chile.

**Gráfico 7**

**Asset Allocation estimado para obtener un retorno 7,5% por año**



Expected Return	7.5%	7.5%	7.5%
Standard Deviation <sup>(1)</sup>	6.0%	8.9%	17.2%

Fuente: Guzmán (2018).

### ***Efectos observados del cambio legal***

De acuerdo con Osvaldo Macías, los efectos que se han observado a raíz de la reforma que permitió la inversión en activos alternativos han sido positivos. Por ejemplo, se ha visto un esfuerzo muy contundente por parte de las AFP en prepararse para invertir, y se están viendo las primeras inversiones directas en activos alternativos. Además, los equipos de inversión de las AFP ahora son más robustos, y se ha fortalecido la función de cumplimiento y la integración en términos de los procesos de inversión. Los sistemas de control, de riesgo y de evaluación de portafolio también han sido fortalecidos. Todo lo anterior ha generado un escenario en que todo el sistema de gestión de inversiones se fortalece, mejorando el portafolio.

### ***Desafíos***

Los principales desafíos que aún deben afrontarse son los siguientes:

1. Se debe tener claridad de que el factor de rentabilidad es muy relevante para las pensiones, porque solo un aumento de 1% en la rentabilidad puede traducirse en una mayor pensión estimada de 25%.
2. Chile se encuentra en un contexto altamente desafiante, donde los retornos futuros serán más bajos que los obtenidos en los primeros 30 años de funcionamiento del sistema de AFP.
3. Se debe tomar a los activos alternativos de forma muy seria y con mucha responsabilidad, porque es una forma muy viable de generar mejores rentabilidades a futuro, pero con mayor riesgo esperado. Esta tarea requiere mucho trabajo de estrategia, la que debe ser coherente con las capacidades del equipo involucrado. La conformación y desarrollo de equipos multidisciplinarios (Inversiones, Riesgo, Legal y Operaciones) es un elemento central para lograr los objetivos definidos.
4. Al inicio los equipos de las AFP no eran de más de dos personas. Hoy en día en las

AFP existen equipos de más de 10 personas viendo el tema internacional. Todo ha sido una evolución muy positiva en términos del conocimiento que se ha obtenido. Se cree que en el caso de los activos alternativos el camino será muy parecido.

5. La diversificación entre activos alternativos también es un elemento primordial. Hasta mediados de 2018 ocurrió una diversificación muy intensa en términos del capital privado primario y secundario. Se espera que con el correr del tiempo la composición de la cartera en instrumentos alternativos sea aún más diversificada.
6. Otro asunto que se está analizando es la inversión de forma directa versus indirecta en los fondos, en la medida que se van enfrentando cada una de estas opciones de inversión.

### **III. El aporte de los activos inmobiliarios en las carteras de inversión**

#### ***Tipos de inversión inmobiliaria***

De acuerdo con Fernando Sánchez, Presidente del Fondo de Inversión Independencia Rentas Inmobiliarias, existen distintos tipos de inversión inmobiliaria y la mejor manera de identificarlas es en su condición de riesgo/retorno. Hacia lado izquierdo del Cuadro 4 están las propiedades de menor riesgo y un buen retorno asociado, que son propiedades de arriendo que están estabilizadas y ya no tienen ningún riesgo de construcción. Pueden ser oficinas, centros comerciales o centros de distribución. Son conocidas como las propiedades “Core”, porque son estabilizadas y con contratos bastantes predecible.

En segundo lugar, existe la clase de inversión “Build to Suit”, o la construcción por encargo. Es el típico caso de un arrendatario o un usuario que pide a un ente que tenga la capacidad de construirle y generarle una construcción a su medida. Este tipo de inversión tiene ya efectivamente bien incorporados los riesgos de finalización o de

construcción, que ciertamente los tiene que asumir quien toma esa parte.

Posteriormente, están los proyectos de valor agregado, que son los mismos tipos de activos anteriores, solamente que tienen vencimientos muy encima o tienen altos grados de vacancia por razones de mercado o de obsolescencia del bien raíz.

Hacia la derecha del Cuadro 4 están los bienes complicados (*distressed*) por la situación financiera o del deterioro del bien

raíz mismo, lo que requiere mayor nivel de capacidades de gestión y de intervención comercial para poder convertirlos en un bien raíz de renta.

Finalmente está el desarrollo, que se denomina en el mundo inmobiliario como una especie de *venture capital*. Uno tiene que partir y buscar un terreno adecuado e incluso a veces los certificados necesarios y asumir todos los riesgos desde el punto de vista comercial y financiero para poder transformar y recuperar el dinero.

**Cuadro 4**  
**Tipos de inversión inmobiliaria**

← RENTAS		→ GESTION DE PLUSVALIA		
PROPIEDADES CORE	BUILD TO SUIT	VALOR AGREGADO	DISTRESSED	DESARROLLO
80% - 100% Ocupación	A Pedido para renta	50% - 75% Ocupación	Activos Inmobiliarios con Alta Vacancia (> 50%)	Construcción a riesgo de mercado
Arrendatarios de primer nivel	Plazo 10-20 años	Arrendatarios con y sin calificación	Oficinas, Residencial	Terrenos para Oficina, Local, Centro de distribución, Residencial
Propiedades Clase A, B, Oficina, Local, Centro de distribución, Residencial	Propiedades Clase A, B, Oficina, Local, Centro de distribución	Propiedades Clase A, B, Oficina, Local, Centro de distribución, Residencial		
	-	RIESGO RETORNO	+	

Fuente: Sánchez (2018).

### ***Vehículos de inversión inmobiliaria***

Existen básicamente dos tipos de vehículos de inversión inmobiliaria:

- (i) **Capital Privado / Fondo de inversión.** Son principalmente estructuras que no incluyen un plan de negocio mayor de 5 a 10 años. Se concentra mucho más en el crecimiento del valor del activo neto. Desde el punto de vista del administrador, no cuentan muchas veces con la opción de reinvertir. Por lo

tanto, su enfoque principal es la generación de ganancias de capital.

- (ii) **Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (Real Estate Investment Trust, REITS).** Son estructuras que no tienen plazos de vencimiento porque son de duración indefinida. Su foco está en la generación de renta en el valor del activo neto y aumento del dividendo. Normalmente ocupan niveles de endeudamiento menores a los que

ocupan los vehículos de capital privado inmobiliarios.

Los REITS son un estilo de corporación o empresa que se introdujo en los años 60 en Estados Unidos. Básicamente son entes especializados en la inversión en bienes raíces y se hicieron justamente para utilizar los ahorros individuales e institucionales en el sector de bienes raíces de renta.

Los REITS están condicionados a tener niveles de reparto de sus beneficios, bajo endeudamiento y especialización en su uso. En los últimos años han tenido un gran auge, especialmente después de la crisis de 2008. Curiosamente en el caso de Chile hubo muchos REITS, pero ya no es el caso: existieron durante la década de los 90 en la forma de las sociedades inmobiliarias que se conformaron justamente para los fondos de pensiones, que después cayeron básicamente debido a una serie de cambios en la regulación de los mercados de capitales y de índole tributaria, para ser reemplazados básicamente por los fondos de inversión.

### ***Asignación y rendimiento de los REITS en una cartera***

En el Gráfico 8 se puede apreciar los resultados de un estudio sobre las asignaciones de REITS en una cartera de jubilación con distintos horizontes. Se encuentra que para una persona que está a 40 años de jubilarse la asignación óptima a REITS es de casi 15% (el resto es exposición a acciones), y que conforme quedan menos años para jubilarse la asignación óptima a REITS y a acciones disminuye gradualmente, llegando a ser poco más de 7% para un inversionista cercano a la edad de retiro (al tiempo que la exposición a renta fija aumenta). La asignación a REIT disminuye junto con las acciones a lo largo de la jubilación, pero permanece en un poco más del 3% para un inversionista con 15 años de jubilación.

Wilshire Fund Management (2018) realizó un estudio sobre el rol que juegan los REITS en los fondos de pensiones, en el cual encontró

que éstos desempeñan un papel decisivo en la mejora de las rentabilidades de las inversiones y que también ayudan a reducir el riesgo. Como se aprecia en el Cuadro 5, los activos privados reales obtuvieron una rentabilidad ajustada al riesgo (medida por la razón de Sharpe<sup>7</sup>) mayor en comparación a otra clase de activos.

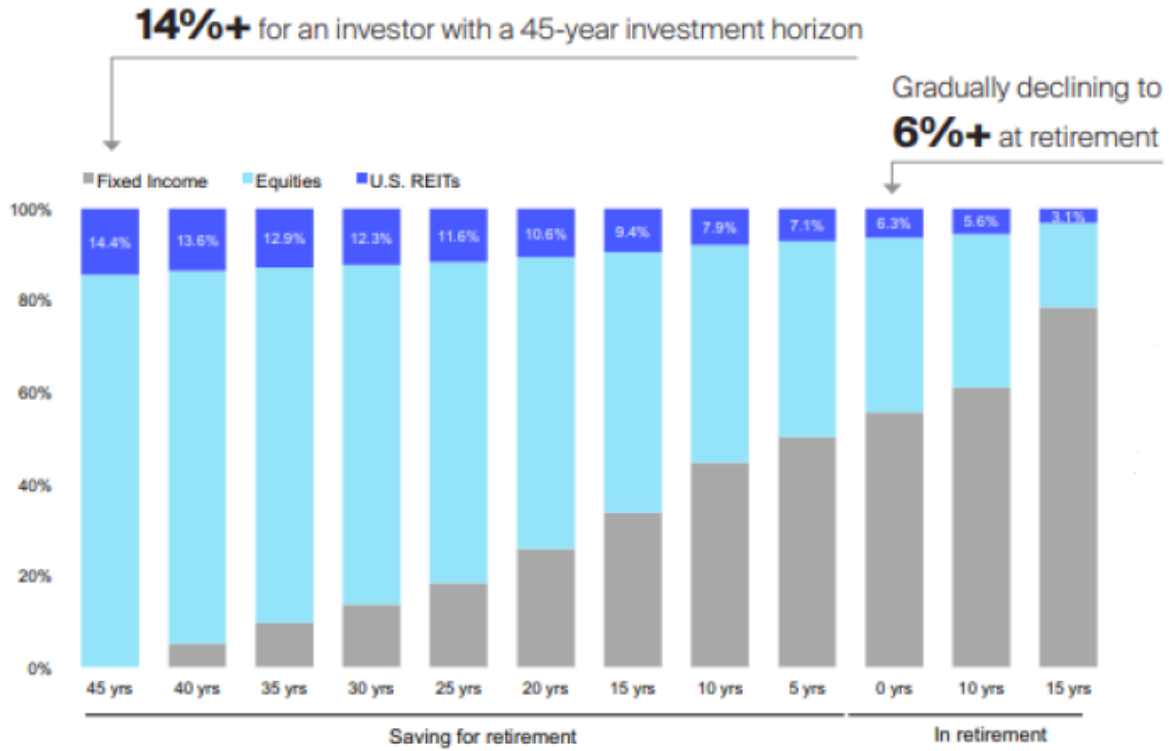
El Cuadro 6 contiene la matriz de correlaciones entre distintos instrumentos. Como se puede ver, los activos reales tienen una correlación baja o negativa con otras clases de activos tradicionales, lo que viene a dar cuenta de cómo este tipo de activos tiene un impacto positivo en términos de eficiencia y de la diversificación de la cartera y, además, aportan a mejorar los niveles de rentabilidad.

---

<sup>7</sup> Este indicador es una medida del exceso de rendimiento por unidad de riesgo de una inversión.

Gráfico 8

Asignación de REITS en una cartera de jubilación con distintos horizontes de jubilación



Fuente: Sánchez (2018) a partir de información de Wilshire Fund Management.

Cuadro 5

Rentabilidad, Desviación Estándar y Ratio de Sharpe para distintas clases de activos

	Stocks	Bonds	Private real assets			Public commodities and real estate		
	Russell 3000	Barclays U.S. Aggregate	NCREIF Real Estate	NCREIF Farmland	NCREIF Timberland	NAREIT	GSCI Agriculture	Timber proxy
Avg Annual Return	8.78%	6.07%	8.68%	11.98%	10.34%	12.89%	-0.25%	8.29%
Std Deviation	17.00%	4.27%	8.40%	6.90%	9.94%	20.47%	19.96%	21.05%
Sharpe Ratio	0.35	0.75	0.69	1.32	0.75	0.49	-0.16	0.26

Fuente: Sánchez (2018).

Cuadro 6

Correlación de Activos Reales, Commodities y REITS (1992-2016)

	Stocks	Bonds	Private real assets			Public commodities and real estate		
Market Indexes	Russell 3000	Barclays U.S. Aggregate	NCREIF Real Estate	NCREIF Farmland	NCREIF Timberland	NAREIT	GSCI Agriculture	Timber proxy
Russell 3000	1.00	-0.05	0.25	0.03	0.17	0.55	0.22	0.62
Barclays U.S. Aggregate	-0.05	1.00	-0.24	-0.41	0.15	0.14	0.11	-0.11
NCREIF Real Estate	0.25	-0.24	1.00	0.39	-0.05	0.14	0.16	0.03
NCREIF Farmland	0.03	-0.41	0.39	1.00	0.20	-0.04	0.02	-0.12
NCREIF Timberland	0.17	0.15	-0.05	0.20	1.00	-0.03	0.12	0.02
NAREIT	0.55	0.14	0.14	-0.04	-0.03	1.00	0.21	0.64
GSCI Agriculture	0.22	0.11	0.16	0.02	0.12	0.21	1.00	0.18
Timber proxy	0.62	-0.11	0.03	-0.12	0.02	0.64	0.18	1.00

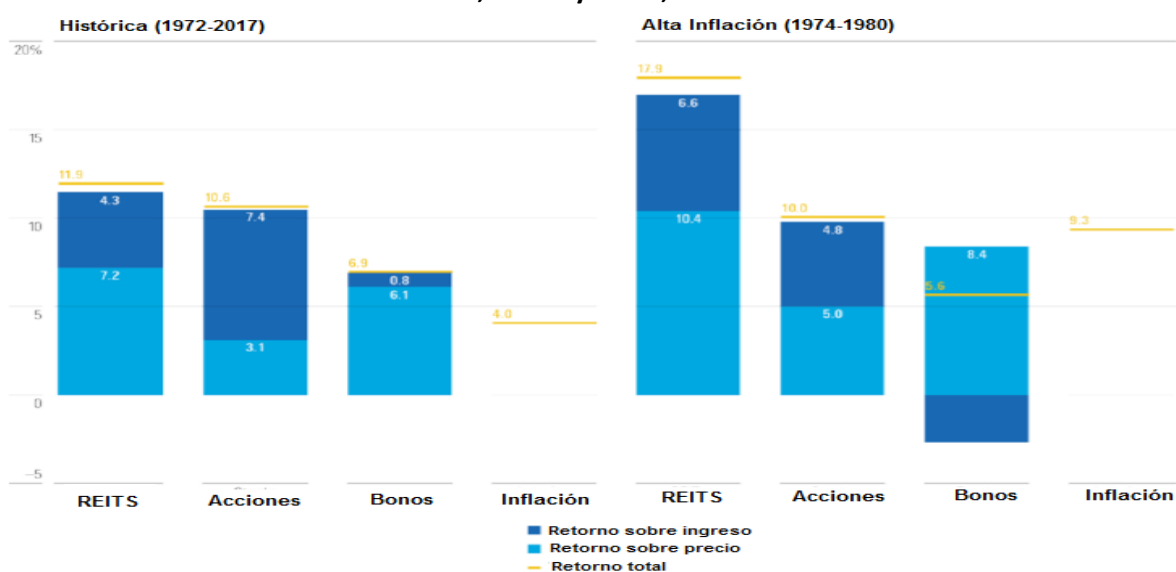
Fuente: Fuente: TIAA-CREF.

También existen estudios recientes que han demostrado que, en periodos largos de tiempo (por ejemplo, entre 1972 y 2017), los bienes raíces no solamente aportan, sino que superan en términos de retorno y riesgo tanto a los bonos como a la inversión accionaria (ver Gráfico 9). Como se puede ver, en períodos de alta inflación, como ocurrió durante la segunda mitad de los años

70 en Estados Unidos, los bienes raíces tienen un comportamiento defensivo y de preservación patrimonial superior a otros activos.

Hay otros estudios que optimizan la cartera de inversiones con y sin REITS (ver Cuadro 7), mostrando el aumento de rentabilidad y la reducción de riesgo que implica la incorporación de estos activos.

**Gráfico 9**  
**Dividendos e inflación**  
**Acciones, Bonos y REITS, 1972 -2017**



Fuente: Sánchez (2018) a partir de información de MorningStar.

**Cuadro 7**  
**Comparación de riesgo y retorno de una cartera: 1975 a 2017**

	Riesgo Anualizado de la Cartera	Retorno Anualizado de la Cartera	Valor Inicial de la Cartera	Valor Final de la Cartera
<b>Cartera Optima Sin Reits</b>	9.57%	10.18%	\$10,000	\$586,021
<b>Cartera Optima <u>CON</u> Reits</b>	9,31%	10,58%	\$10,000	\$683,666

Fuente: Sánchez (2018) a partir de información de Wilshire Fund Management.

Todo lo anterior ha conducido a que, en Chile, al igual que en todas partes, se ha generado un espacio cada vez mayor para la inversión en activos alternativos. Es así como, desde 1997, los bonos, las acciones y las asignaciones en efectivo se han reducido en diversos grados, mientras que las

asignaciones a otros activos (bienes raíces y otras alternativas) han aumentado del 4% al 25%<sup>8</sup> (ver Gráfico 10).

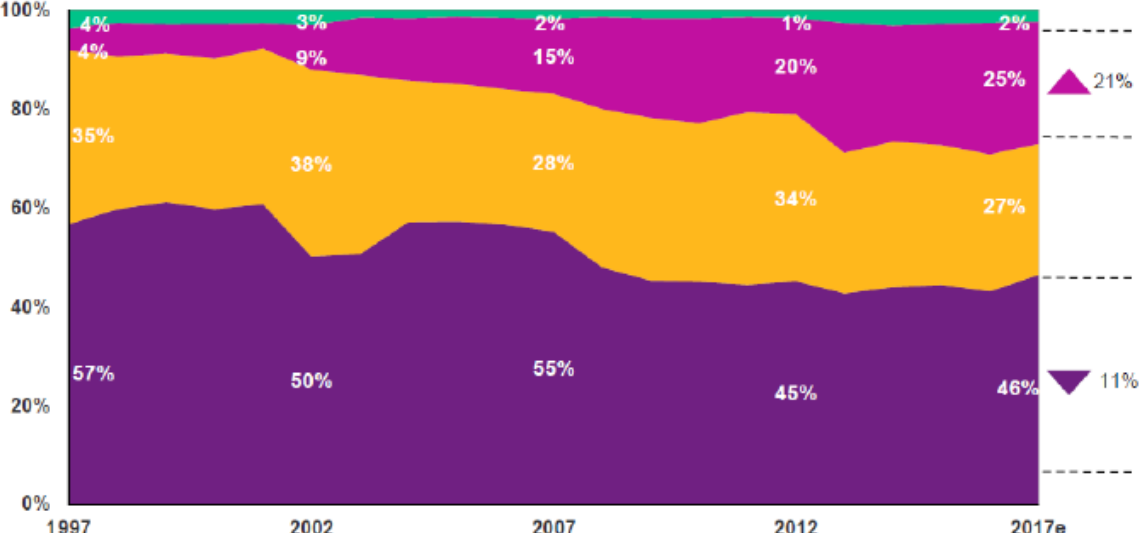
<sup>8</sup> Se debe aclarar que éste no es el caso de Chile.



Los activos privados han sido la principal clase de activo: la inversión en activos inmobiliarios de capital privado y de infraestructura en el período de 20 años comprendido entre 1997 y 2017, ha pasado

desde un 4% a alrededor de un 20%. Las alternativas han sido atractivas para motivos de devolución, compensando sus dificultades de gobernabilidad.

**Gráfico 10**  
**Aglomeración P7 por asignación de activos desde 1997 a 2017**



Fuente: Sánchez (2018) a partir de información de Willis Towers Watson y otras fuentes secundarias.

## Referencias

Ballinas, Octavio (2018). “Experiencia internacional en la inversión en activos alternativos”. Disponible en [Internet](#).

CONSAR (2018). “La inversión en instrumentos alternativos en México: Beneficios y oportunidades futuras”. Disponible en [Internet](#).

Guzmán, Francisco (2018). “Activos alternativos: La decisión de invertir”. Disponible en [Internet](#).

Sánchez, Fernando (2018). “El aporte de los activos inmobiliarios en las carteras de inversión”. Disponible en [Internet](#).

Superintendencia de Pensiones (2018). Charla realizada por el Superintendente de Pensiones, Osvaldo Macías, en el Seminario Inversiones FIAP "Una mirada hacia el futuro", el 17 de octubre de 2018. Disponible en [Internet](#).

Wilshire Fund Management (2018). “REITs Critical to Retirement Portfolios”. Disponible en [Internet](#).

La información de esta Nota de Pensiones puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación. Los comentarios y afirmaciones de este documento sólo deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional.

**Consultas: FIAP. Dirección: Avenida Nueva Providencia 2155, Torre B, piso 8, Of. 810-811, Providencia. Santiago – Chile.**

**Fono: (56) 2 23811723, Anexo 10. Mail: [fiap@fiap.cl](mailto:fiap@fiap.cl). Sitio Web: [www.fiapinternacional.org](http://www.fiapinternacional.org)**

