



Inversión en activos alternativos en un mundo de bajas rentabilidades

Resumen Ejecutivo

La baja rentabilidad de los activos tradicionales (bonos y acciones, principalmente) es uno de los principales retos que enfrentan en la actualidad los sistemas de pensiones alrededor del mundo. Ante esto, la búsqueda de propuestas que contribuyan a mejorar las rentabilidades de largo plazo de los recursos previsionales, y así aumentar los montos de las pensiones resulta crucial para los sistemas privados de capitalización individual.

En este sentido, la inversión en activos alternativos puede aportar significativamente en el cumplimiento de este objetivo. Sus principales ventajas por sobre los activos tradicionales son:

- Aumento de la rentabilidad esperada de largo plazo de los recursos previsionales, al acceder a nuevas oportunidades de inversión en diferentes sectores económicos.
- Permiten a los fondos de pensiones, en su condición de inversionistas de largo plazo, beneficiarse del premio por iliquidez.
- Otorgan la oportunidad de disminuir el riesgo agregado del portafolio a través de una mejor diversificación de las inversiones, adquiriendo

activos que tienen baja correlación con los activos tradicionales.

En cuanto a los riesgos/desventajas que involucra la inversión en activos alternativos se tiene que¹:

- Cada vez hay más inversionistas tratando de aprovechar las posibles ganancias de este tipo de activos, por lo cual entrar a estos mercados es cada vez más caro y por ende los retornos esperados más bajos que los históricamente observados.
- La inversión en activos alternativos es costosa (altas comisiones).
- Dada la coyuntura actual de bajas tasas de interés, la tasa de descuento empleada para valorizar los activos alternativos es muy baja. Una eventual subida de tasas en el futuro, podría impactar negativamente el retorno neto del activo al momento de la salida.
- Dificultades de valorización. Al ser activos complejos, su valorización también lo es. Este punto es muy

¹ Para mayores detalles sobre los riesgos que presenta la inversión en activos alternativos puede consultar FIAP (2016), “Las oportunidades y desafíos de las inversiones de los fondos de pensiones y del ahorro previsional voluntario”, págs. 139-154. Disponible [aquí](#).

importante para los sistemas de pensiones que permiten el traspaso entre distintos fondos y entre AFP, ya que puede implicar traspasos de riqueza entre afiliados.

- Los retornos de los activos alternativos suelen enfrentar una curva J (pérdidas al inicio de la inversión y ganancias al final). Las pérdidas iniciales de la inversión las enfrentan los jubilados de ese momento, quienes luego no perciben los beneficios futuros de la inversión.

A pesar del aumento gradual que la inversión en este tipo de instrumentos ha tenido en los fondos de pensiones de América Latina, su participación continúa siendo muy limitada en comparación a fondos de pensiones de países desarrollados. Ello obedece principalmente a aspectos regulatorios. Por ello, es importante que tanto autoridades, como administradoras, aseguren las condiciones adecuadas para avanzar en el proceso de inversión en este tipo de activos. En particular es necesario fortalecer los gobiernos corporativos y los procesos de identificación, gestión y control de los riesgos que involucran los activos alternativos por parte de las administradoras y de las Superintendencias. Esto es particularmente importante debido a la complejidad de los activos alternativos.

Finalmente, es preciso señalar que, aún cuando no es el objetivo de la inversión de los fondos de pensiones, a través de las inversiones alternativas se puede contribuir a un mayor crecimiento económico, en parte importante por una mejora de la productividad.

Introducción

El contexto actual de bajas rentabilidades a nivel global, representa un enorme desafío para los sistemas de pensiones, en general, y para los sistemas de capitalización individual, en particular, por su impacto sobre los montos de las pensiones que es posible financiar. Se estima que la variación en un 1% de la rentabilidad de los fondos de pensiones (FP) durante todo el período de acumulación, impacta aproximadamente en un 25% el monto final de las pensiones. Esto exige a las autoridades y a las administradoras de fondos de pensiones (AFP) la búsqueda de nuevas alternativas de inversión para los FP, que contribuyan a la diversificación y que aumenten la rentabilidad esperada de largo plazo de los recursos previsionales, bajo un adecuado control y gestión de los riesgos involucrados. En este contexto, la inversión en activos alternativos se presenta como una opción de inversión atractiva, dado que incorporar este tipo de instrumentos en el portafolio de inversión permite obtener un mayor retorno a igual o menor riesgo que cuando se invierte solamente en activos tradicionales.

Según el Sr. Guillermo Arthur, presidente de la FIAP, en América Latina se ha avanzado en esta tarea, abriendo paulatinamente nuevas oportunidades de inversión para los FP, a distintos ritmos, con enormes progresos en algunos casos y serias dificultades en otros.

En el caso de Chile, recientemente fue aprobada una ley que autoriza la inversión de los FP en activos alternativos (Ley 20.956, conocida como Ley de Productividad), la cual entra en vigencia el 1 de noviembre de 2017.

Ante la importancia que ha tomado la inversión en activos alternativos para los fondos de pensiones, la FIAP en conjunto con la Asociación de AFP de Chile, realizaron un seminario sobre este particular². En esta Nota se presentan las principales ideas expuestas.

I. Impacto de las inversiones alternativas en la rentabilidad

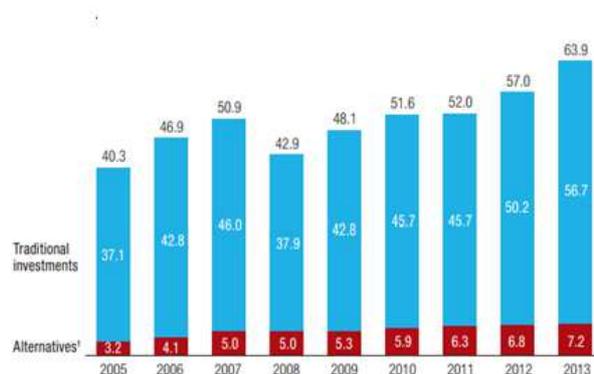
Las tasas de interés negativas parecen ser la nueva realidad en el mercado de deuda. Según cifras de JP Morgan, a septiembre de 2016 el 28% de la deuda soberana total de los países desarrollados se transa a tasas negativas. En el caso de la deuda de la Zona Euro, el 51% de los bonos soberanos pagan tasas reales negativas. De forma aún más sorprendente, incluso bonos corporativos se han unido a esta tendencia: el 30% de la deuda corporativa vigente denominada en euros ofrece una tasa negativa. Por otra parte, según Matthew Pedley, Managing Director de Private Equity en Blackstone, no se esperan rentabilidades significativas en el mercado accionario mundial para los próximos años.

En este contexto, los activos alternativos se presentan como una opción de inversión atractiva, pues ofrecen mayores retornos a menor riesgo. Ello explicaría la rápida expansión que ha tenido la inversión en este tipo de instrumentos (ver Gráfico No.1).

² Seminario realizado en Santiago de Chile el 27 de octubre de 2016, titulado "Inversiones en un mundo de bajas rentabilidades". Puede revisar las presentaciones en el siguiente [link](#).

Entre 2005 y 2013, los activos bajo administración en instrumentos alternativos a nivel global se duplicaron, y su tasa de crecimiento anual fue el doble que la observada en activos tradicionales (10,7% vs 5,4%).

Gráfico No. 1: Activos bajo administración globales, 2005-2013 (USD trillions)

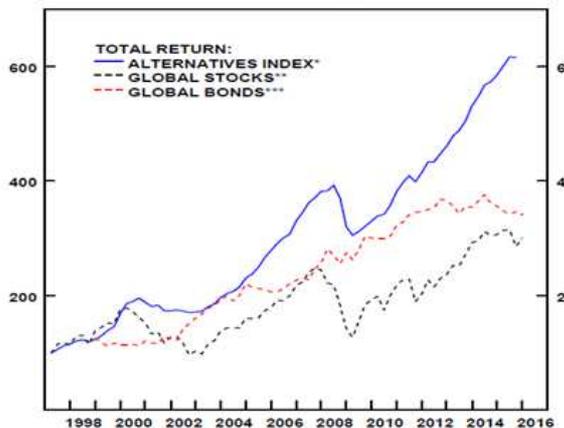


Fuente: McKinsey Global Asset Management Growth Cube.

Los activos alternativos presentan una serie de beneficios por sobre los activos tradicionales. En primer lugar, su rentabilidad es muy superior. Como puede observarse en el Gráfico No. 2, el retorno total de los activos alternativos (basado en un índice elaborado por BCA) ha sido muy superior al de acciones y bonos. De hecho, según cifras de BCA, el retorno del *private-equity* desde 1997 ha sido de 13,4%³, cifra muy superior al 5,8% obtenido por el índice de acciones globales.

³ Tasa de crecimiento anual compuesta. Fuente: BCA.

Gráfico No. 2: Retorno de activos alternativos vs activos tradicionales



Fuente: BCA.

Este mayor retorno es explicado principalmente por tres factores:

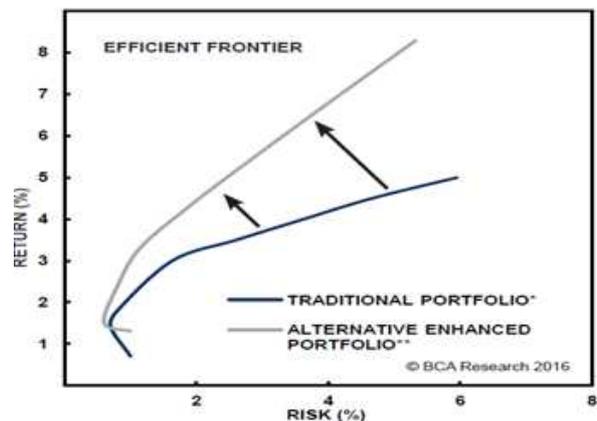
- (i) Prima por iliquidez. Los activos alternativos ofrecen retornos mayores para compensar por su baja liquidez.
- (ii) Complejidad. Los inversionistas en general buscan activos simples, fáciles de valorizar, estandarizados. Los alternativos son complejos y por lo tanto se exige un mayor retorno.
- (iii) Los activos alternativos ofrecen mejores retornos a largo plazo (ello se explica por la curva J, pérdidas al inicio de la inversión, y ganancias al final), lo que es compatible con el horizonte de inversión de los fondos de pensiones.

No todos los inversionistas pueden invertir en este tipo de activos, pero dado que el horizonte de inversión de los FP es más largo, resulta una ventaja poder aprovechar el mayor retorno ofrecido por los activos alternativos.

En segundo lugar, los activos alternativos tienen una baja (e incluso negativa) correlación con los activos tradicionales. También existe una baja (o negativa) correlación entre las diferentes estrategias de activos alternativos. Además, los portafolios con activos alternativos tienen una menor volatilidad debido al efecto diversificador.

Finalmente, mejora la frontera eficiente: más rentabilidad y menor riesgo. El Gráfico No. 3 representa la frontera eficiente riesgo-retorno de un portafolio tradicional en comparación con un portafolio que incorpora un 20% en activos alternativos. Como puede apreciarse, la frontera eficiente mejora considerablemente al incorporar activos alternativos en el portafolio de inversión.

Gráfico No. 3: Frontera eficiente portafolio tradicional vs portafolio alternativo



Fuente: BCA.

Resulta crucial elegir a los mejores administradores de activos alternativos para garantizar un buen retorno de la inversión, dado que existe mucha dispersión en los retornos obtenidos entre los diferentes administradores. Para esto es importante considerar dos factores: (i) el tamaño del

fondo administrado: la evidencia sugiere que entre más grande es el fondo que se administra, menor es el riesgo de que sea un mal administrador; (ii) el “*track record*”: managers cuyos fondos han tenido un buen retorno en el pasado, suelen repetir su desempeño.

A pesar de los beneficios que ofrecen los activos alternativos es importante tener en cuenta que tienen algunos desafíos que deben ser tomados en consideración.

En primer lugar, cada vez hay más inversionistas tratando de aprovechar las posibles ganancias de este tipo de activos, por lo cual entrar a estos mercados es cada vez más caro y por ende los retornos esperados más bajos.

Segundo, la inversión en activos alternativos es costosa. Por lo general, los administradores cobran comisiones de un 2% anual de los activos bajo administración y un 20% de la rentabilidad obtenida.

Tercero, los activos alternativos son difíciles de valorizar. Al ser activos complejos, su valorización también lo es.

Cuarto, dada la coyuntura actual de bajas tasas de interés, la tasa de descuento empleada para valorizar los activos alternativos es muy baja. Una eventual subida de tasas en el futuro, podría impactar negativamente el retorno neto del activo al momento de la salida.

Quinto, es importante tener presente que los retornos de los activos alternativos suelen enfrentar una curva J (pérdidas al inicio de la inversión y ganancias al final). Por esta razón, es importante contar con estrategias de inversión que tengan retornos más estables, 5.

eligiendo aquellas estrategias con mejores curvas J. Alternativamente, se puede limitar la exposición a activos alternativos en los fondos más conservadores, que precisamente están pensados para las personas más próximas a jubilar.

La experiencia de Perú y Chile

Perú

Para las AFP y el desarrollo del mercado, el rol del regulador es fundamental, en particular por los límites de inversión establecidos. En el caso de Perú, los límites actuales de inversión en activos alternativos son de 15% del fondo para el Fondo Tipo 2 (fondo intermedio) y 20% para el Fondo Tipo 3 (fondo más agresivo).

Se ha experimentado un incremento importante en la participación de los alternativos dentro del portafolio de inversión de los fondos de pensiones. De acuerdo con Aldo Ferrini, Gerente General de AFP Integra, en el caso particular de esta AFP, los activos alternativos representaban el 0,2% del Fondo Tipo 2 y 0,3% del Fondo Tipo 3 en 2008. Al primer trimestre de 2016, representan el 6,9% Fondo Tipo 2 y el 10,2% del Fondo Tipo 3.

Desafíos de la industria local:

1. *First-time managers*: Muchos errores, proceso de aprendizaje.
2. Inexistencia de *vintages*: No hay fondos “maduros” para comparar y ver si efectivamente se obtienen los retornos ofrecidos.
3. Alta dependencia de AFPs
4. Inadecuada legislación: estrategia de salida es compleja
Estructura de costos.

6. Manejo de conflictos de interés
7. Rol activo de gobierno
8. Inversión directa (costos). AFP no son managers, esto aumenta los costos de la inversión en alternativos.

La implementación de la Ley 20.956 permitiría invertir hasta un 15% de cada fondo de pensiones en activos alternativos. Aún faltan definiciones y regulaciones que exige la ley, que serán definidas en el Régimen de Inversiones

Chile

En el caso de Chile, la inversión en activos alternativos es aún muy limitada (sólo 2% de los activos bajo administración en el caso particular de AFP Habitat). Si se compara el caso de fondos de pensiones y de inversión con objetivos comunes al de las AFP, pero con menos restricciones, se observa que tienen una inversión muy superior en activos alternativos (Ver Cuadro No. 1).

Si se aplicara correctamente la nueva Ley de Productividad, se estima que el monto de las pensiones podría aumentar entre un 15% y un 20% en el largo plazo, según Alejandro Bezanilla, CIO de AFP Habitat- Chile.

Cuadro No. 1: Asset Allocation de distintos fondos de pensiones

Tipo de activo	Yale University	Stanford University	Canadian Pension Plan	Calpers	Habitat- Chile
Acciones domésticas	3,9%	10,0%	4,3%	51,9%	9,0%
Renta fija	4,9%	5,0%	14,8%	26,3%	67,0%
Acciones extranjeras	14,7%	19,0%	27,3%		22,0%
Efectivo	2,8%			1,5%	0,0%
Sub Total Activos Tradicionales	26,3%	34,0%	46,4%	79,7%	98,0%
Absolute Return	20,5%	22,0%	12,1%	0,5%	0,0%
Private Equity	16,2%	26,0%	20,7%	8,9%	2,0%
Recursos naturales	6,7%	10,0%		0,7%	0,0%
Real Estate	14,0%	8,0%	20,8%	9,3%	0,0%
Venture Capital	16,3%				0,0%
Sub Total Activos Alternativos	73,7%	66,0%	53,6%	19,4%	2,0%

Fuente: Presentación Alejandro Bezanilla, CIO AFP Habitat Chile.

II. *Private Equity*: Oportunidades en un mundo incierto

Según proyecciones de Goldman Sachs, para los tipos de activos en que invierten mayoritariamente los inversionistas institucionales, los retornos estarían bajo las requeridas (ver Gráfico No. 4). Por el contrario, los retornos netos anualizados del *private-equity* de Estados Unidos durante los últimos 20 años, han sido de 13%.

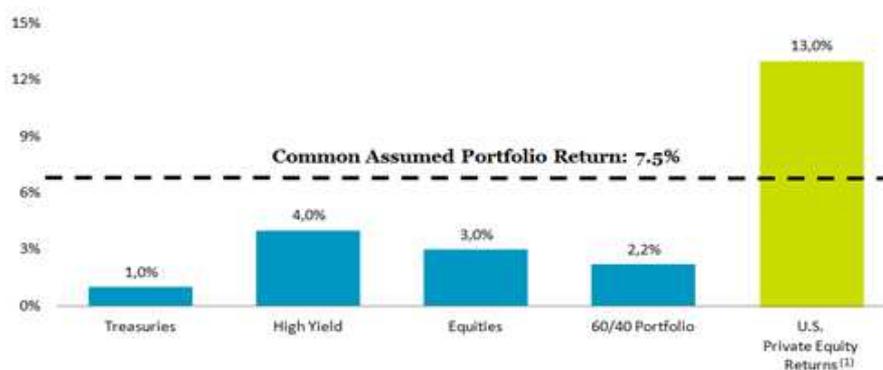
Las bajas tasas de interés no sólo dificultan la obtención de retornos de la cartera de inversión, sino que también aumentan el valor presente de la deuda no documentada y los déficits de los sistemas de reparto (estos déficits se producen porque los sistemas de pensiones de beneficio definido

no cuentan con suficientes activos para cumplir con sus obligaciones futuras) debido al efecto de la tasa de descuento aplicada. Los sistemas previsionales de contribución definida escapan del problema de la deuda no documentada, ya que son de capitalización individual. Sin embargo, las compañías de seguros al emitir rentas vitalicias sí verían afectados sus pasivos al emplear una tasa de descuento menor.

En teoría, el *private-equity* genera mayores retornos a un menor riesgo a costa de una mayor iliquidez. La evidencia así lo confirma: el *private-equity* históricamente ha tenido un mejor rendimiento que la mayoría del resto de los activos tanto en términos absolutos como ajustados por riesgo (Gráfico No. 5).

Gráfico No. 4: Retornos nominales anualizados proyectados

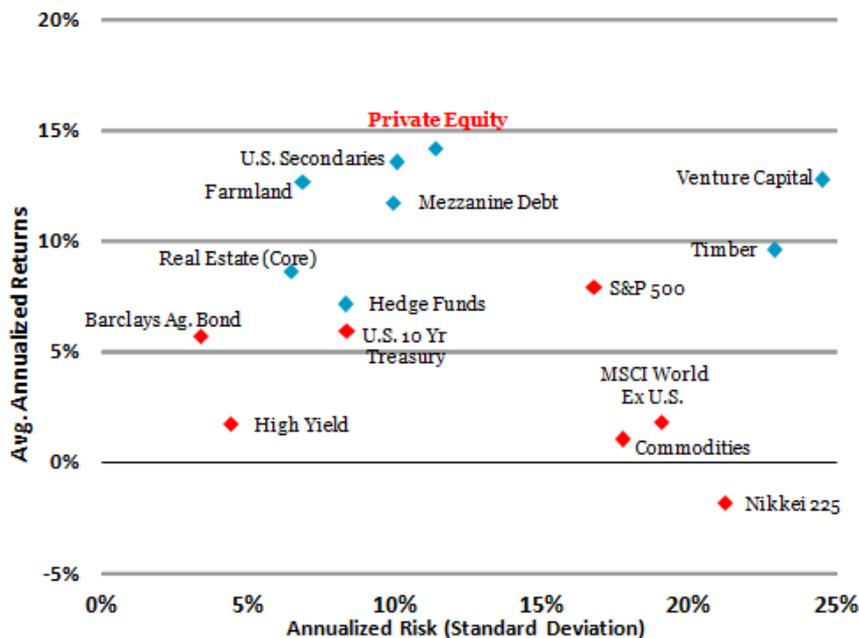
(Retorno proyectado en 5 años: 2016-2020)



Fuente: Goldman Sachs Investment Strategy Group “2016 Outlook” Report.

(1) Cambridge Associates. Representa el retorno histórico neto anualizado de los últimos 20 años al 31 de marzo de 2016.

Gráfico No. 5: Riesgo-retorno de varios tipos de activos 1996-2016



Fuente: Presentación Matthew Pedley.

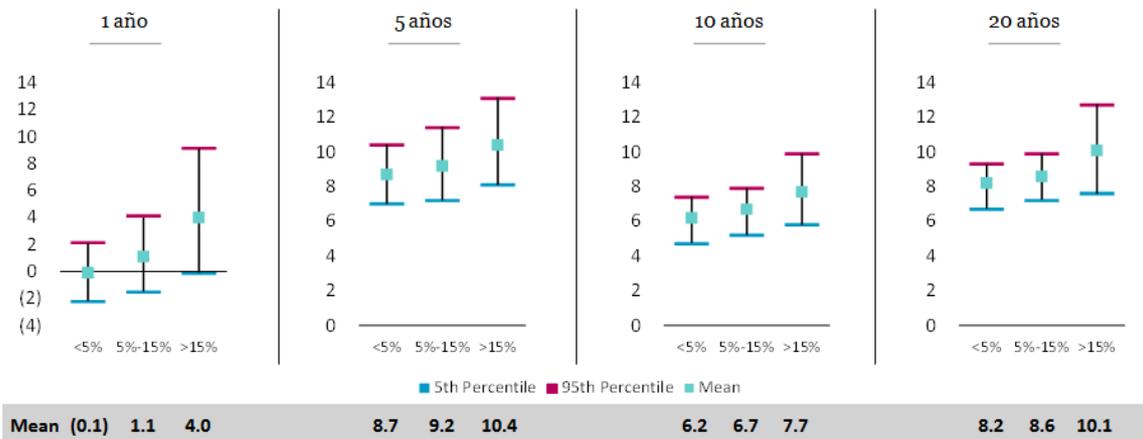
Debido a este mayor retorno otorgado por los activos alternativos, en el último tiempo se ha observado un incremento importante en la participación de este tipo de activos dentro de los portafolios de los inversionistas institucionales, particularmente en *private-equity*. De hecho, la mayoría de los inversionistas institucionales alrededor del mundo tienen entre un 20-50% de su portafolio invertido en activos alternativos.

Obviamente, no se puede tener todo el portafolio en activos ilíquidos, pero claramente la liquidez tiene un alto costo. Diferentes tipos de instituciones tienen distintas necesidades de liquidez y por consiguiente montos diferentes asignados a activos alternativos. Por tanto, la pregunta trascendental que todo inversionista debe hacerse es cuáles son sus necesidades de liquidez y a partir de esto definir qué porción

de su portafolio puede ser ilíquido (activos alternativos).

Un hecho muy importante es que las instituciones con asignaciones más altas en activos alternativos han tenido consistentemente mejores resultados que aquellas con menores o nulas participaciones. Según cifras de Cambridge Associates, en los últimos 20 años, las instituciones con más de un 15% de su portafolio invertido en activos alternativos superaron el retorno de las que tenían una asignación inferior al 5% en un 1,9% por año en promedio. De hecho, sin importar la ventana temporal que se mire (1, 5, 10 o 20 años), las instituciones con mayor participación en activos alternativos superan siempre a las que tienen menor participación (ver Gráfico No. 6).

Gráfico No. 6: Rendimiento instituciones según porcentaje de asignación de portafolio en activos alternativos



Fuente: Cambridge Associates.

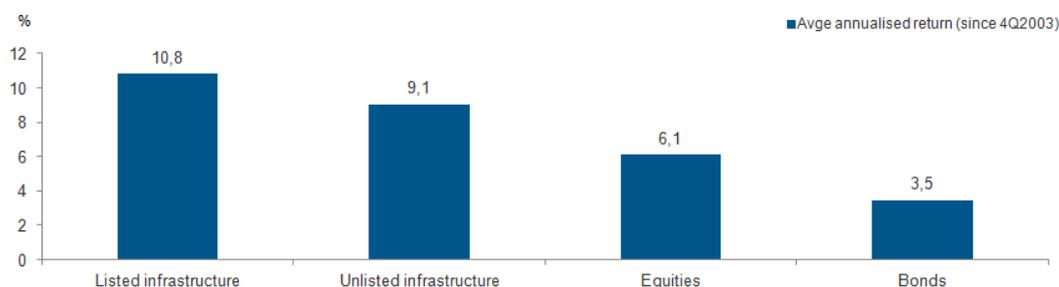
III. Inversión en Infraestructura: Desafíos y Mejores Prácticas

Se llama infraestructura a aquella inversión que provee servicios o instalaciones esenciales para las economías y sociedades, por ejemplo: infraestructura energética, transporte, comunicaciones y manejo de desechos. La infraestructura es un activo físico grande con una larga vida útil y altos costos iniciales de capital. Además, posee

altas barreras de entrada, permitiendo cierto grado de monopolio de precios, y produce bienes o servicios que tienen una elasticidad precio de la demanda relativamente baja. La inversión en infraestructura produce flujos de efectivo estables y predecibles, y tienen un riesgo relativamente bajo de obsolescencia tecnológica.

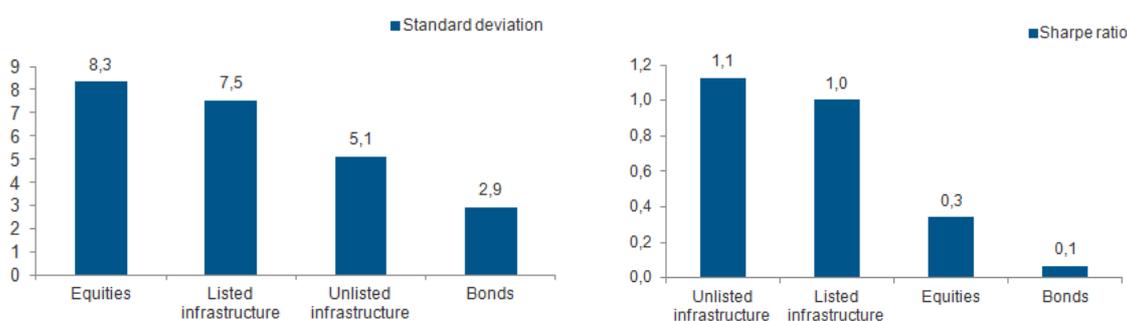
El retorno de la inversión en infraestructura se caracteriza por ser superior a otros tipos tradicionales de activos (como acciones y bonos), tanto en términos absolutos como ajustados por riesgo (ver Gráficos No. 7 y 8).

**Gráfico No. 7: Retornos totales infraestructura vs activos tradicionales
(Promedio anualizado desde el cuarto trimestre 2003)**



Fuente: Bloomberg y Cambridge Associates.

Gráfico No. 8: Volatilidad y retorno ajustado por riesgo infraestructura vs activos tradicionales (a Diciembre 2015)



Fuente: Bloomberg y Cambridge Associates.

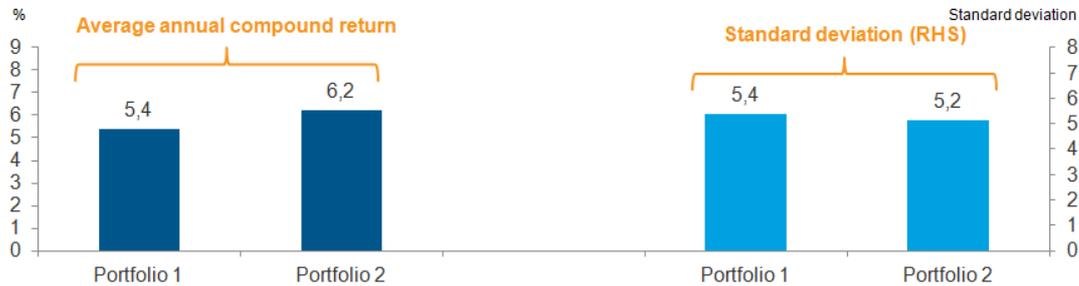
Otro atractivo de la inversión en infraestructura es que el flujo de ingresos que genera esta clase de activos está indexado a la inflación, por lo que otorga cobertura frente a ésta. Además, al estar correlacionada con el crecimiento del PIB, la inversión en infraestructura se beneficia en los períodos de alto crecimiento, pero al mismo tiempo el hecho de que ofrece flujos de ingresos relativamente estables proporciona protección en los períodos de bajo crecimiento.

La infraestructura, además, tiene baja correlación con otras clases de activos tradicionales, por lo cual agregarla en el portafolio de inversión proporciona

importantes beneficios en cuanto a diversificación. El Gráfico No. 9 muestra el impacto que tiene la inclusión de infraestructura en el portafolio de inversión al aumentar los retornos y reducir la volatilidad.

Al ser proyectos de inversión de largo plazo, la infraestructura es un activo altamente demandado por fondos de pensiones. De hecho, según cifras presentadas por Michael Glascott, Managing Director de Macquarie Infrastructure and Real Assets, al 31 de marzo de 2016, el 58% de sus inversionistas son fondos de pensiones.

Gráfico No. 9: Riesgo- retorno portafolio tradicional vs portafolio con inversión en infraestructura (a diciembre 2015)



Portafolio 1: 60% acciones y 40% bonos.

Portafolio 2: 50% acciones, 30% bonos y 20% infraestructura no listada.

Fuente: Bloomberg y Cambridge Associates.

Los casos de Chile y Colombia

Chile

La experiencia chilena de inversiones en proyectos de infraestructura concesionada, muestra que este tipo de inversión ha sido rentable. Las fortalezas de esta industria han sido:

- Contrato califica como garantía: financiamiento de proyecto.
- Tratamiento del IVA: minimiza impacto en flujos.
- Proyectos bien concebidos.
- Ingenierías desarrolladas, que permitieron eliminar riesgos en la etapa de construcción.
- Demanda (flujo de vehículos) superior a la estimada originalmente, lo que ha permitido que tengan un retorno mayor a lo presupuestado.

- Estructura de garantías estatales que aseguran una adecuada distribución de riesgos.

Sin embargo, el mercado de proyectos de infraestructura se ha estabilizado en un nivel medio, lejos del potencial que el país tiene (ver Gráfico No. 10). El potencial existente es muy amplio y abarca desde obras viales y ferroviarias hasta la instalación de redes de fibra óptica a lo largo del país.

Recuperar el dinamismo de esta industria requiere de varios esfuerzos. Primero, una mayor inversión en estudios de proyectos requeridos. Segundo, proyectos bien concebidos, de acuerdo con la actual realidad del país y con plazos de maduración mayores. Tercero, riesgos bien asignados, lo que implica que el Estado debe internalizar, al menos los riesgos de expropiación, ambientales, sociales, de montos de inversión y de plazo de inicio de las obras.

Gráfico No. 10: Chile: Inversión materializada en concesiones, 1995-2015



Fuente: Presentación Carlos Cruz.

Colombia

En diciembre de 2015, Sura Asset Management, en alianza con Credicorp Capital, lanzó el primer fondo de inversión en infraestructura (Fondo FCP 4G) para el financiamiento de este tipo de proyectos. Las AFP son los principales inversionistas del fondo, con un 55% de participación.

De acuerdo con David Aguirre, Managing Director de SURA Asset Management – Colombia, la puesta en marcha de este fondo de inversión en infraestructura fue posible gracias a una serie de condiciones.

En primer lugar, la existencia de un programa estatal de infraestructura, conocido como programa de cuarta generación (4G). Este cubre 7,000 km y representa USD 17 mil millones de inversión divididos en 40 proyectos.

Segundo, la institucionalidad del programa de infraestructura. La participación del gobierno a través de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) y de la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN) en el programa de infraestructura. La ANI tiene por objeto planear, coordinar, estructurar, contratar,

ejecutar, administrar y evaluar proyectos de concesiones y otras formas de Asociación Público Privada (APP). Por su parte, la FDN tiene como objetivo gestionar e incentivar el financiamiento y estructuración de proyectos de infraestructura.

Tercero, evolución del marco normativo de los proyectos. El nuevo marco regulatorio acotó los principales riesgos que se presentaban en las anteriores generaciones de concesiones viales.

Cuarto, establecimiento de la infraestructura como un tipo de activo. En 2014 se incorpora en la regulación del régimen de inversión de los Fondos de Pensiones y Aseguradoras un nuevo límite independiente (5% - 7% del portafolio) para la inversión en Fondos de Capital Privado que inviertan en proyectos de infraestructura bajo el esquema de APP.

Finalmente, la evolución del marco normativo de los prestamistas. En 2014, se amplía el cupo individual para operaciones activas de crédito de 10% del patrimonio técnico a 25% del mismo, siempre y cuando el exceso corresponda a financiación de

proyectos de infraestructura de 4G bajo el esquema de APP.

IV. Hacia un nuevo y mejorado esquema regulatorio de inversiones

La visión de la industria

Chile

La Ley de Productividad actualiza la regulación de los FP con el objeto de diversificar portafolios y obtener mejores combinaciones riesgo/retorno para aumentar los montos de las pensiones. En particular, la nueva ley propone:

- Autorizar la inversión en activos alternativos nacionales y extranjeros, de forma directa o a través de fondos de inversión (capital privado – *private equity*; deuda privada – *private debt*; activos inmobiliarios – *real estate*, infraestructura y otros activos que determine el régimen de inversión). El límite máximo lo fijará el Banco Central entre un 5% y 15% del valor de cada fondo.
- Autorizar la inversión en acciones de sociedades concesionarias de obras de infraestructura.
- Autorizar la inversión en bonos de fondos de inversión.

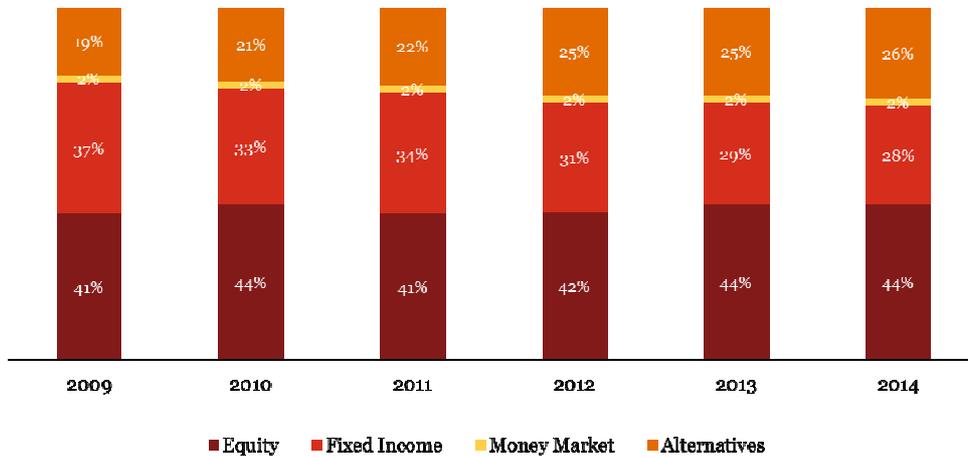
- Eliminar trabas relativas a contratos de promesas de suscripción de cuotas de fondos de inversión.
- Aumentar el límite por emisor aplicable a las cuotas de fondos de inversión nacionales de 35% al 49%, requiriéndose menos inversionistas para levantar un fondo.
- Facilitar la adquisición de instrumentos nacionales que se transan en el extranjero.

Esta Ley establece un gran desafío de gestión para las gerencias de inversiones de las AFP.

Como se muestra en el Gráfico No. 11, la asignación de los fondos de pensiones a nivel global en activos alternativos ha aumentado de 19% a 26% en el período 2009-2014. En Chile, no obstante, se registra una inversión de apenas un 2% en esta clase de activos.

Se espera que la Ley de Productividad permita aumentar la posición de los FP locales en este tipo de activos. Sin embargo, según Rodrigo Pérez, ex presidente de la Asociación de AFP de Chile, la efectividad de la ley dependerá de lo que ocurra con la reforma al sistema de pensiones anunciada por el actual gobierno. Particularmente, el anuncio de que las comisiones de intermediación pagadas a los fondos de inversión estén a cargo de las AFP y no del fondo, haría inviable la inversión en activos alternativos.

Gráfico No. 11: Evolución de la tenencia de activos de los fondos de pensiones a nivel global



Fuente: PwC Market Research Centre, Beyond their Borders, 2015.

Si bien, los activos alternativos tienen una serie de ventajas sobre los activos tradicionales, también tienen algunas complicaciones como la valoración. El tema de la valoración es particularmente importante para un sistemas de pensiones que permiten el traspaso de saldos entre distintos fondos y entre administradoras, ya que puede implicar traspasos de riqueza entre afiliados. Por consiguiente, será un reto definir una adecuada metodología de valoración de este tipo de instrumentos.

México

El crecimiento en los últimos años de los activos administrados por el Sistema de Ahorro para el Retiro hace necesario plantear una estrategia de mediano plazo que asegure que las administradoras (Afores) asuman las mejores prácticas internacionales en materia de gobierno interno y de

inversión, incluyendo los instrumentos alternativos.

Por otro lado, en México se presentan condiciones favorables para que las Afore inviertan en nuevos sectores productivos debido a que:

- i. Se reformó la Constitución para permitir la inversión privada en sectores anteriormente reservados para el Estado (Energía y Telecomunicaciones).
- ii. Se han creado nuevos vehículos de inversión: Fideicomiso de Inversión en Energía e Infraestructura (Fibra-E) y Certificados de Proyectos de Inversión (CERPPI).

En este contexto, AMAFORE le solicitó a PWC un estudio de las “Mejores Prácticas de inversión”⁴ de los principales fondos de

⁴ Puede consultar el estudio en el siguiente link <http://www.amafore.org/documentos/PensionRe>

pensiones a nivel mundial. A continuación se presentan las principales conclusiones del estudio respecto a la inversión en activos alternativos.

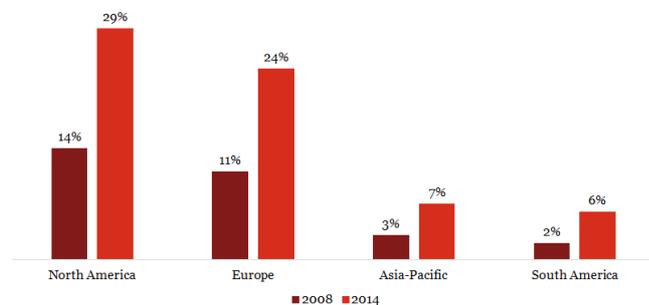
En primer lugar, se observa un incremento en la tenencia de activos alternativos de los fondos de pensiones a nivel global (ver Gráfico No. 11). La tenencia de activos alternativos es una estrategia de inversión común entre los fondos de pensiones de Norte América y Europa (Gráfico No. 12). Si bien en América Latina la presencia de este tipo de activos ha venido en aumento (2% en 2008 vs 6% en 2014), aún se encuentra muy por debajo de lo observado en países desarrollados.

Segundo, la principal razón por la que los FP invierten en activos alternativos es por la diversificación del portafolio: 87% de los fondos analizados. Un 40% lo hace por su retorno ajustado por riesgo y 33% por el premio de iliquidez.

En lo concerniente a *private-equity* hay tres preocupaciones fundamentales de los inversionistas institucionales: (i) su valoración; (ii) su rendimiento o desempeño; y (iii) el flujo de transacciones. En cuanto a los *hedge funds* las principales preocupaciones son: (i) transparencia; (ii) normas regulatorias; y (iii) la correlación con activos tradicionales.

[search.pdf](#). También puede consultar FIAP (2016), "Las oportunidades y desafíos de las inversiones de los fondos de pensiones y del ahorro previsional voluntario", págs. 125-137. Disponible [aquí](#).

Gráfico No. 12: Proporción de activos alternativos por región (2008 vs 2014)



Fuente: PwC Market Research Centre, *Beyond their Borders*, 2015.

Perú

En un contexto de bajas tasas de interés a nivel mundial, en donde la población se encuentra en un proceso de envejecimiento y donde las limitaciones del mercado laboral impiden que las aportaciones de los afiliados se realicen con una frecuencia adecuada, una buena inversión es más que nunca una condición necesaria para alcanzar una buena pensión. De hecho, una buena pensión es el indicador de éxito por excelencia de un sistema de pensiones.

Según Giovanna Prialé, presidente de la Asociación de AFP de Perú, la experiencia peruana muestra que: (i) una regulación más flexible, permite a las AFP generar una mayor rentabilidad para sus afiliados; (ii) a mayor disponibilidad de instrumentos, la cartera de inversión es más eficiente y tiene un mayor retorno. De hecho, desde la creación de los multifondos, el sistema de pensiones privado peruano ha obtenido una rentabilidad nominal promedio anual mayor que otras alternativas del sistema financiero (como Fondos Mutuos y Depósitos a plazos). Sin embargo, aún existe un importante espacio

de mejoramiento. Particularmente, se requiere que exista una mayor flexibilidad en la inversión por instrumentos y una regulación basada en resultados y no en procesos.

La visión del regulador

Chile

Según el superintendente de pensiones de Chile, Sr. Osvaldo Macías, diferentes factores están incidiendo de manera negativa en el monto final de las pensiones que otorga el sistema previsional. Uno de ellos es la menor rentabilidad actual y proyectada de los fondos de pensiones⁵. Una alternativa para enfrentar esta problemática es autorizar a los fondos de pensiones a invertir en instrumentos que permitan alcanzar mejores combinaciones de riesgo y retorno, y de esa manera mejorar la pensión final a recibir por los afiliados.

La inversión actual en activos alternativos de los fondos de pensiones chilenos representa el 2% de la cartera de inversiones. Por su parte, los principales fondos privados de pensiones de la OCDE invierten en promedio un 15,3% de su cartera en activos alternativos, y los países de América Latina con sistemas de pensiones similares al chileno tienen invertidos el 5% de los fondos. Además en Chile, otro importante inversionista institucional, como las compañías de seguros de vida, invierte el 23,9% de su cartera (a agosto de 2016) en el sector inmobiliario (a través de mutuos

hipotecarios, bienes raíces y letras hipotecarias).

Ante estas diferencias, el diagnóstico de la Superintendencia de Pensiones de Chile fue que los fondos de pensiones chilenos están rezagados en materia de inversiones alternativas y que era hora de actualizar la regulación.

Como consecuencia se promulga la Ley de Productividad, que busca diversificar el portafolio de los fondos de pensiones para obtener una mejor combinación de riesgo y retorno, y con ello mejorar las pensiones de los afiliados. Como ya se discutió, esta ley autoriza la inversión en activos alternativos (hasta un 15% del valor del fondo) y flexibiliza otras regulaciones en pos de incentivar la inversión alternativa.

La ley empezaría a regir en noviembre de 2017, fecha en la cual ya deben estar publicadas las nuevas disposiciones que sobre la materia establezca el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones y la normativa complementaria.

Las principales materias de la Ley de Productividad a regular son:

- **Activos.** Definición de los instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos alternativos que estarán autorizados para la inversión de los recursos de los FP, y las condiciones que tales inversiones deberán cumplir.
- **Límites.** Límites máximos de inversión en activos alternativos serán definidos por el Banco Central de Chile.

⁵ Otros de los factores mencionados son el aumento de las expectativas de vida, la baja tasa de cotización, baja densidad de cotizaciones y menores tasas de retorno de las rentas vitalicias.

- **Carteras.** Definición de los casos en los cuales las carteras de los fondos de inversión se considerarán constituidas preferentemente por activos alternativos.
- **Sociedades Concesionarias.** Condiciones a cumplir por parte de acciones de empresas nacionales concesionarias de infraestructura de uso público para que puedan ser susceptibles de inversión por parte de los FP.

La Ley de Productividad, además, contempla el fortalecimiento de la supervisión de la Superintendencia de Pensiones, mediante la introducción de la supervisión basada en riesgos, que permitirá a la Superintendencia de Pensiones efectuar análisis de riesgos, supervisar la apropiada gestión de los mismos por parte de las AFP e impartir las instrucciones tendientes a que éstas corrijan las deficiencias que se observen. El nuevo modelo de supervisión entraría en operación a partir de mayo de 2018.

México

Las principales preocupaciones del regulador mexicano, Sr. Carlos Ramírez, en cuanto a la inversión por parte de las Afore en activos alternativos son las siguientes:

1. Capacidades analíticas de las Afore. Aún persiste una gran heterogeneidad entre las diferentes Afore en su capacidad analítica para hacer una adecuada selección de instrumentos (*due-diligence*) y tomar las decisiones de inversión más apropiadas.
2. Los conflictos de interés pueden verse exacerbados por ser el

mercado financiero mexicano muy pequeño aún.

3. Dificultad para identificar los riesgos de las inversiones, en particular los riesgos no tradicionales (políticos, regulatorios, sociales).
4. Valoración de los activos.
5. Fortaleza (o debilidad) del gobierno corporativo. México aún requiere robustecer el gobierno corporativo de las Afore.
6. Comisiones ocultas. Las comisiones de los activos alternativos en ocasiones no son del todo transparentes.
7. Riesgo de burbujas. La regulación mexicana hasta la fecha sólo permite la inversión en activos alternativos domésticos, lo que puede generar burbujas. Por ello, se está evaluando permitir la inversión en activos alternativos extranjeros.

En México a partir del año 2008 se permitió la inversión en activos alternativos a través de dos vehículos *sui generis*, muy específicos para el caso mexicano: los Certificados de Capital de Desarrollo (CKD's) y los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS).

Recientemente, se han implementado cambios regulatorios importantes para fomentar la inversión en activos alternativos, entre ellos:

- Creación de dos nuevos vehículos de financiamiento para facilitar la inversión de los fondos de pensiones en proyectos de gran envergadura: los Certificados de Proyectos de Inversión (CERPI) y los Fideicomisos de Inversión en Energía e

Infraestructura (FIBRAS-E). Los CERPI buscan pasar más responsabilidad al administrador y que los inversionistas (como las Afore) tengan menos participación en las decisiones de inversión, lo que no pasa en los CKD's. Así, los CERPI se parecen más al *private-equity*.

- Fortalecimiento del *due-dilligence*.
- Mayor flexibilidad para la inversión en activos alternativos. Se amplían los límites de inversión hasta 20% en CKD's y 10% en FIBRAS.
- Valoración y comisiones. La valoración debe ser realizada por un tercero independiente. Se requiere que las comisiones sean reveladas y monitoreadas.
- Requisitos de Comités de Inversión y Riesgos. Transparencia de los Comités, rol de independientes, evaluación de riesgos.

Perú

Perú es el país más avanzado de la región en permitir que sus FP inviertan en activos alternativos. Desde el año 1998 los FP invierten en *real estate* local, reconociéndose dentro la clase de activo "renta variable". Sin embargo, a partir de 2012 se creó una nueva clase de activo "Instrumentos Alternativos" permitida para los Fondos Tipo 2 y 3, reconociendo que tienen riesgos distintos.

La inversión en instrumentos alternativos ha ido creciendo a lo largo del tiempo manteniendo una posición total de 5,60% en el Fondo Tipo 2 (límite de inversión es de 15% para este fondo) y 10,22% en el Fondo Tipo 3 (límite de inversión es de 20% para este fondo). La inversión en activos

alternativos de los FP peruanos se concentra mayoritariamente en *private equity* (49%) y en inversiones locales (65%). La exposición por sector económico está mucho más diversificada, donde ningún sector tiene más de 30% de participación.

De acuerdo con el Sr. Jorge Mogrovejo, Superintendente Adjunto de AFP de Perú, en todas las estrategias de inversión en instrumentos alternativos los riesgos más importantes son: la selección de inversiones y la estructura de gobierno del fondo y de sus inversiones. Por ello, existe la necesidad que las AFP adopten procedimientos robustos de selección de instrumentos alternativos (*due diligence*) y de monitoreo de los riesgos (*ongoing due diligence*).

Dado los desafíos que plantean de los instrumentos alternativos, se requiere que las AFP fortalezcan su proceso de inversiones antes de invertir en este tipo de instrumentos. Esto debe ser supervisado. La regulación debe permitir la inversión gradual de los fondos de pensiones en distintos tipos de estructuras de instrumentos alternativos, dependiendo del nivel de sofisticación de la AFP.

Además se debe: (i) Evaluar la incorporación gradual de nuevas alternativas de inversión en la categoría de "Instrumentos Alternativos", tales como los instrumentos alternativos líquidos, las co-inversiones y los mandatos de inversión (tarea pendiente en Perú). (ii) Mejorar el monitoreo de los gastos y comisiones que pagan los fondos privados de pensiones en instrumentos alternativos.