

INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y LOS ACTIVOS ALTERNATIVOS

Oswaldo Macías Muñoz
Superintendente de Pensiones

Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Chile



Santiago, 28 de agosto de 2024

Introducción

Historia de la regulación de activos alternativos:

- * Regulación hasta 2016
- * Regulación posterior a 2016

Evolución de las inversiones en activos alternativos 2018-2024

Proyecto de ley de reforma previsional

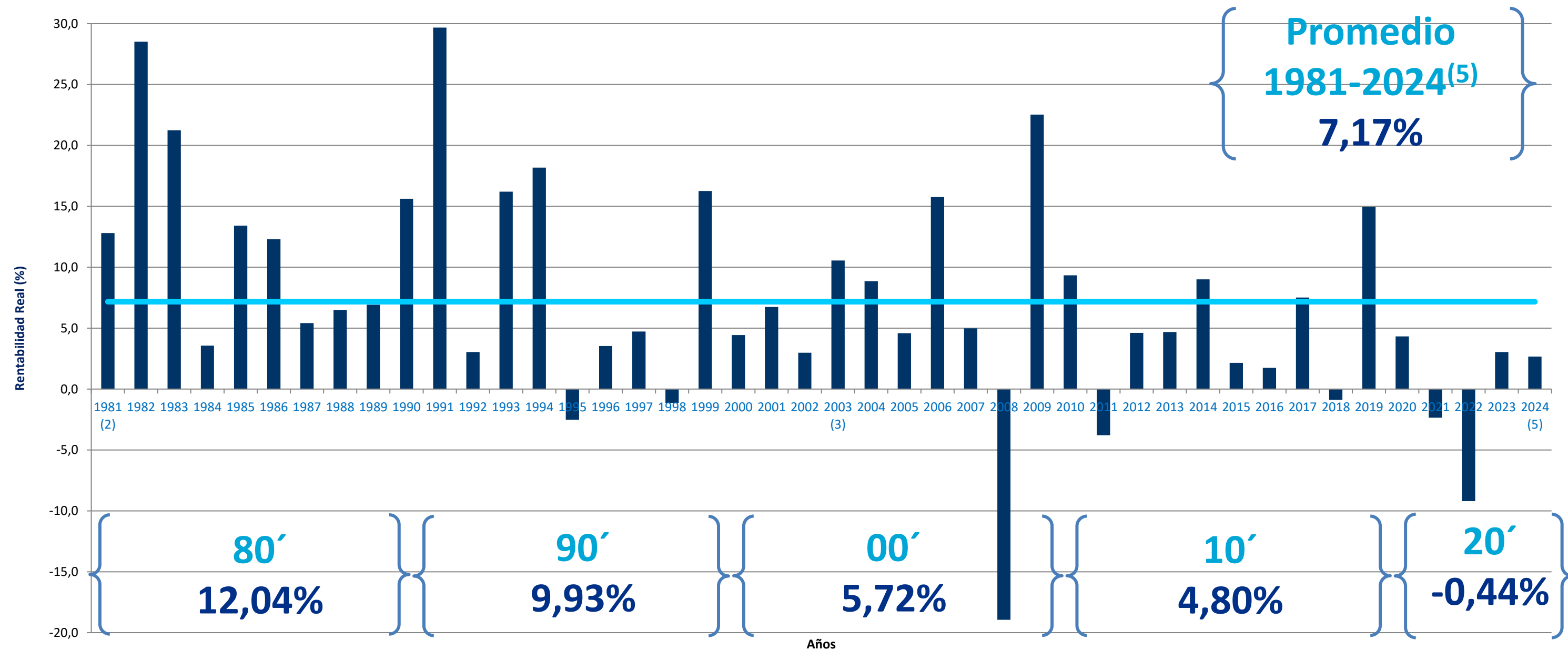
Reflexiones finales

Agenda

➤ I. Introducción

I. Introducción

- La rentabilidad es un aspecto fundamental para obtener mejores pensiones.
- La rentabilidad ha sido decreciente a través del tiempo.



(1) Se entiende por rentabilidad real, al porcentaje de variación del valor cuota al último día del mes del año, respecto del valor de la cuota al último día del mes del año anterior, resultado que se deflacta por la variación de la Unidad de Fomento en ese período. (2) Período julio 1981-diciembre 1981. (3) La rentabilidad hasta 2002 se calculó en base al valor cuota promedio, mientras que desde 2003 el cálculo se hizo en base al valor cuota del último día del mes. (4) La rentabilidad promedio del Fondo Tipo C se calcula ponderando la rentabilidad del Fondo Tipo C de cada AFP por el valor de su Patrimonio del Fondo Tipo C al último día hábil del mes anterior del fin del período. (5) Enero 2024-julio 2024. Fuente: SP

I. Introducción

- La rentabilidad es una variable determinante en las pensiones.

Efecto de la rentabilidad real del Fondo Tipo C durante todo el ciclo laboral, para diferentes fechas de entrada al mercado laboral

Periodo 43 años	Rentabilidad Real Anual (promedio)	Cotizaciones	Rentabilidad
1981 – 2023	7,04%	29,8%	70,2%
1991 – 2033	4,98%	45,0%	55,0%
2001 – 2043	3,73%	50,2%	49,8%
2011 – 2053	3,08%	50,7%	49,3%

Supuestos:

- Rentabilidades anuales observadas del Fondo C desde 1981 a 2023.
- Rentabilidad anual 3,38% a partir de 2024.
- Serie de ingreso promedio real anual en base al observado en 2023 (tasa de crecimiento 1,5% anual).

- Se aprecia un fuerte impacto generacional en relación con la rentabilidad obtenida por los fondos.
- Los afiliados que hoy se están pensionando, obtuvieron una rentabilidad real anual promedio de 7% real anual en sus fondos.
- Quienes se pensionarán en 20 años habrían obtenido una rentabilidad real de 3,7% anual con los supuestos de la proyección.

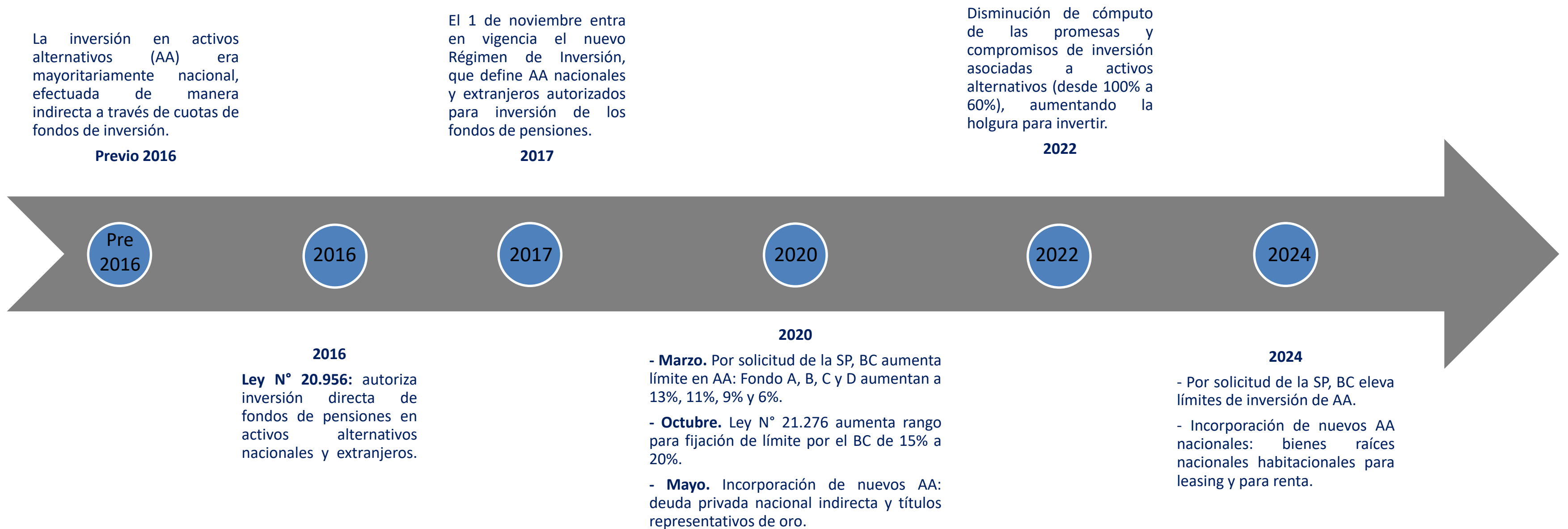
I. Introducción

- La búsqueda de mejores retornos y diversificación ha llevado a que en los últimos años se observe una marcada tendencia de los fondos de pensiones, en el mundo, a incrementar sus inversiones en activos alternativos.
- Dentro de los grupos de inversiones alternativas más relevantes se encuentran capital privado, deuda privada y aquella de los sectores infraestructura e inmobiliario.
- Estas categorías de inversiones son especialmente adecuadas para inversionistas de largo plazo como los fondos de pensiones, que tienen menores necesidades de liquidez y requieren financiar obligaciones de muy largo plazo.
- De acuerdo con el informe Pensión Market in Focus de la OECD de 2023, la proporción de activos de pensiones en inversiones alternativas alcanzaba a un 18,5% en 2022.

➤ **II. Historia de la
Regulación**

II. Historia de la Regulación

❖ Evolución de la regulación de inversiones de los Fondos de Pensiones en activos alternativos



II. Historia de la Regulación – A partir de 2016

- ❖ En octubre de 2016 se promulga la Ley N° 20.956, que estableció nuevas medidas de productividad, incorporando la inversión directa en activos alternativos en los Fondos de Pensiones, con vigencia desde noviembre 2017.
- ❖ El Banco Central es la institución a cargo de establecer el límite estructural de activos alternativos, previo informe de la Superintendencia de Pensiones. Por ley, el límite no podía superar el 15% del valor de cada Tipo de Fondo.
- ❖ En 2017 se establecieron los siguientes límites:

Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
10%	8%	6%	5%	5%

II. Historia de la Regulación – A partir de 2016

- ❖ Los instrumentos y operaciones permitidas en el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, primera versión con activos alternativos, fueron las siguientes:
 - Vehículos para llevar a cabo inversiones en activos de capital y deuda privada extranjera, así como también operaciones de coinversión.
 - Acciones de sociedades anónimas nacionales cerradas, sociedades por acciones (SpA) nacionales y sociedades en comandita por acciones nacionales.
 - Mutuos hipotecarios endosables, de los señalados en el DFL N°251, con fines no habitacionales.
 - Bienes raíces nacionales no habitacionales para celebrar contratos de arrendamiento con opción de compra (leasing).
 - Participaciones en convenios de créditos (créditos sindicados) otorgados a personas jurídicas.
 - Bienes raíces nacionales no habitacionales para renta.

II. Historia de la Regulación – Modificaciones de 2020

❖ Aumento de límite estructural de activos alternativos

- Fondos A, B y C aumentan en 3%, en tanto que el Fondo D aumenta en 1%. Nuevos límites son los siguientes:

Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
13%	11%	9%	6%	5%

❖ Incorporación de nuevos activos alternativos

- Títulos representativos de oro.
- Deuda nacional indirecta (a través de cuotas de fondos de inversión públicos nacionales): pagarés, mutuos hipotecarios con fines habitacionales, que no sean de oferta pública y facturas

❖ Ley N° 21.276

- Aumento de cota superior del rango definido por ley para fijar los límites de inversión en activos alternativos por parte del Banco Central, **pasando de 15% a 20%**.

Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
13%	11%	9%	6%	5%

II. Historia de la Regulación – Modificaciones de 2022

❖ Modificaciones al Régimen de Inversión.

- Permite efectuar primera inversión en acciones de sociedades cerradas con sólo un informe independiente de valoración (antes de este cambio se exigían dos informes).
- Perfeccionamiento de contabilización de promesas o compromisos futuros para efectos del límite estructural de activos alternativos.
- Homologación del plazo de enajenación de activos alternativos para los límites por emisor asociados a fondos de inversión nacional que invierten preferentemente en activos alternativos.

II. Historia de la Regulación – Modificaciones de 2023

- ❖ **Nueva Norma:** Incorpora instrucciones sobre información de comisiones y rentabilidad de activos alternativos.
 - Se incorporaron nuevas instrucciones para que las AFP reporten las características, costos y también distintas medidas de desempeño de los vehículos que invierten en activos alternativos extranjeros.
 - El propósito es entregar información relevante y comprensible a la ciudadanía.
 - El primer informe será preparado y publicado por la Superintendencia durante este año.

II. Historia de la Regulación – Modificaciones de 2024

❖ Modificaciones al Régimen de Inversión.

- Permite nuevas alternativas de inversión en categoría de activos alternativos nacionales a través de fondos de inversión públicos.
- Se agregan las sociedades que invierten, al menos, el 90% de sus activos en bienes raíces nacionales habitacionales para celebrar contratos de arrendamiento con opción de compra (leasing) y bienes raíces nacionales habitacionales para renta.

❖ Acuerdo 2633-01-240411 del Banco Central, 11 de abril de 2024.

- A petición de la Superintendencia de Pensiones, el Banco Central elevó el límite estructural de activos alternativos, de acuerdo con el siguiente calendario:

Límite máximo de inversión en AA, por Tipo de Fondo					
Fecha vigencia	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
1 de agosto 2024	15%	12%	10%	6%	5%
1 de agosto 2025	17%	14%	11%	6%	5%
1 de agosto 2026	19%	15%	12%	7%	6%
1 de agosto 2027	20%	16%	12%	7%	6%

II. Historia de la Regulación – Modificaciones de 2024

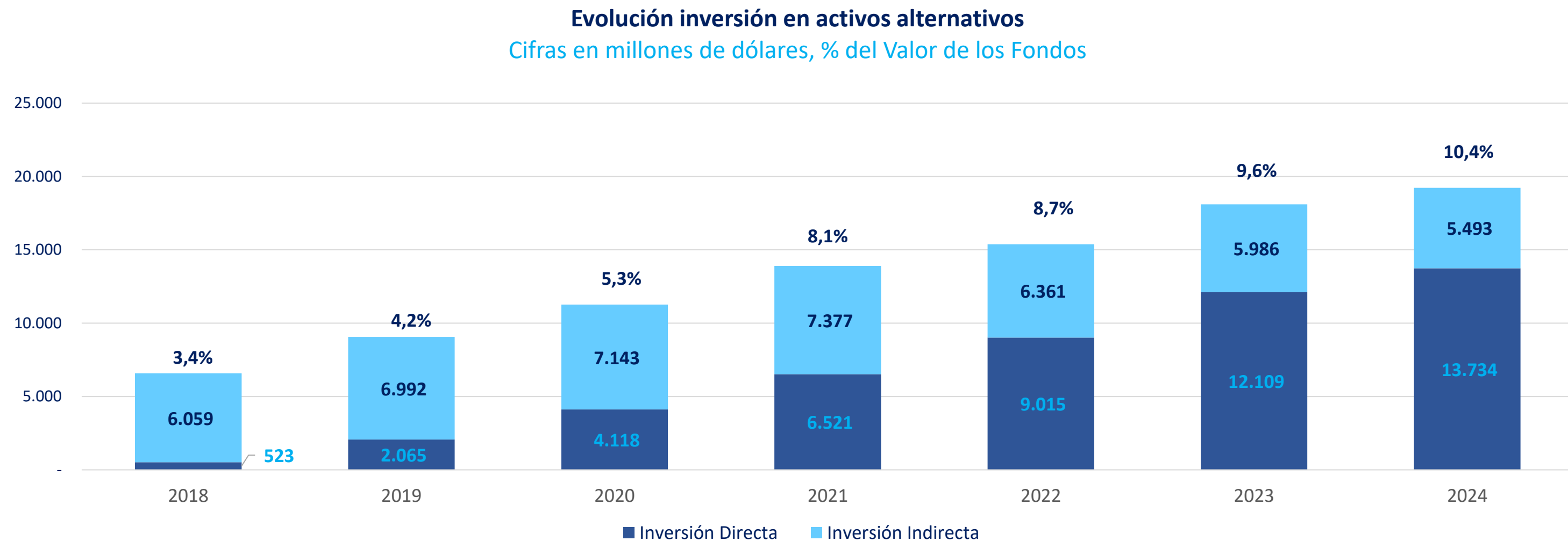
❖ Norma de junio de 2024.

- Se autorizó inversión en acciones nacionales transadas en el segmento de Scalex de la Bolsa de Comercio.
- Se autorizó inversión en títulos representativos de mutuos hipotecarios endosables.

➤ **III. Evolución de las
inversiones en
activos alternativos
2018-2024**

III. Evolución de las inversiones en AA 2018-2024

- ❖ A partir del 2018 con la publicación de las nuevas políticas de inversión se hizo efectiva la autorización para invertir directamente en activos alternativos que ha ido ganando participación respecto de la inversión indirecta (71% ID).



* Montos consideran tanto inversión efectiva como comprometida.

* Se consideraron cierres anuales hasta 2023; para 2024 hasta el cierre de julio.

III. Evolución de las inversiones en AA 2018-2024

❖ **Inversión nacional y extranjera:** Continuo aumento de la inversión, principalmente en el extranjero (92%)

Año	Nacional	Extranjero	Total general	% respecto activos de los FP
2018	788	5.794	6.582	3,4%
2019	1.896	7.161	9.057	4,2%
2020	1.846	9.415	11.261	5,3%
2021	1.679	12.219	13.898	8,1%
2022	1.657	13.719	15.376	8,7%
2023	1.764	16.331	18.095	9,6%
2024 (*)	1.602	17.624	19.226	10,4%

* Montos consideran tanto inversión efectiva como comprometida. Dentro de la inversión extranjera se considera tanto inversión directa como indirecta realizada mediante fondos de inversión locales que actúan como feeder funds de GP extranjeros.

* Se consideraron cierres anuales hasta 2023; para 2024 hasta el cierre de julio.

III. Evolución de las inversiones en AA 2018-2024

❖ Desempeño de activos alternativos extranjeros se destaca positivamente.

- En el caso de los activos alternativos extranjeros, la principal medida de desempeño es la tasa interna de retorno (TIR).
- Al comparar la TIR de la inversión en activos alternativos respecto de la rentabilidad real promedio de los Fondos de Pensiones se observan importantes diferencias.

TIR inversiones en activos alternativos, en pesos deflactados por la UF					
Activos Alternativos Extranjeros	Fondo Tipo A	Fondo Tipo B	Fondo Tipo C	Fondo Tipo D	Fondo Tipo E
Capital Privado	14,3%	14,4%	14,3%	14,5%	14,0%
Deuda Privada	11,0%	10,6%	11,1%	11,2%	12,0%
Infraestructura	12,0%	12,2%	11,7%	12,7%	12,6%
Inmobiliario	8,9%	9,3%	10,5%	11,7%	12,7%
Total	13,5%	13,5%	13,3%	13,4%	12,8%
Rent prom Fondos de Pensiones 10 Años	3,0%	2,9%	2,6%	2,1%	1,9%

* Datos al cierre de 2023. Considera inversiones en activos alternativos realizadas desde 2013 y vigentes en cartera.

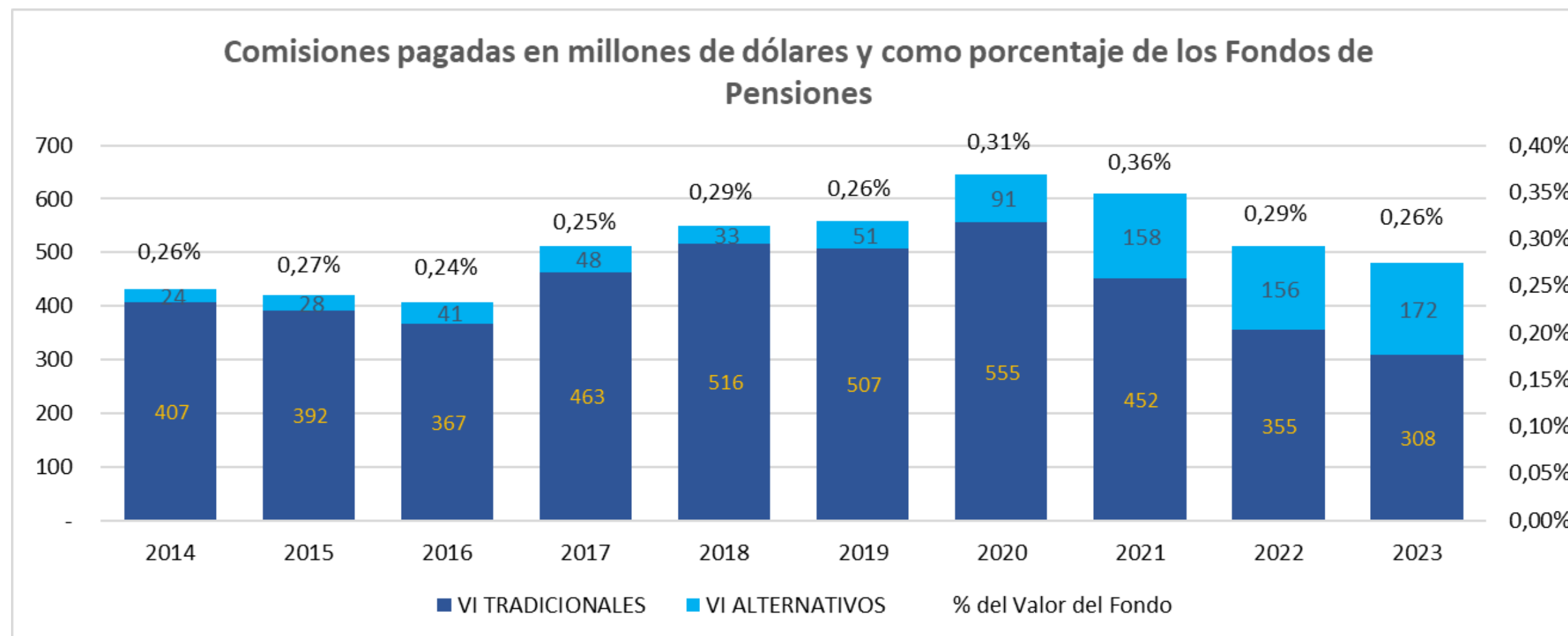
* Para activos alternativos extranjeros se presenta TIR llevada a pesos deflactados por UF; se excluyeron inversiones con un vintage menor a tres años.

* Como referencia se presenta la rentabilidad promedio de los Fondos de Pensiones a 10 años, en pesos deflactados por UF, en consideración al ciclo de vida de las inversiones en activos alternativos.

III. Evolución de las inversiones en AA 2018-2024

❖ Comisiones.

- Las comisiones indirectas están sujetas a regulación y supervisión de la Superintendencia de Pensiones.
- El crecimiento de la inversión en activos alternativos trae aparejado un incremento en las comisiones indirectas.



➤ **IV. Reforma
Previsional**

IV. Reforma Previsional

❖ **Objetivos del proyecto de ley circunscrito a inversiones**

- Modernizar la regulación de inversiones de los Fondos de Pensiones.
- Facilitar la construcción de portafolios con una mirada de largo plazo.
- Enfocado en beneficiar a los afiliados al sistema previsional.

IV. Reforma Previsional

❖ Fondos Generacionales

- Se propone reemplazar los actuales multifondos por Fondos Generacionales.
- En un sistema de Fondos Generacionales las personas se mantienen en el mismo fondo durante toda su vida previsional.
- Sus ventajas respecto a los multifondos son:
 - Se enfocan en el objetivo de pensión. La persona visualiza el horizonte para su pensión, evitando el foco en el corto plazo.
 - No hay cambios bruscos en la estrategia de inversión en el paso de un fondo a otro.
 - Permiten beneficiarse de la rentabilidad de proyectos de largo plazo y de que los fondos necesitan mantener menos liquidez.
 - El horizonte de inversión se asocia a la edad de pensión.

IV. Reforma Previsional

❖ Transición Fondos Generacionales.

- Para su conformación, los Inversores de Pensiones deberán efectuar transferencias de recursos, instrumentos o contratos desde los Tipos de Fondos de Pensiones a los Fondos Generacionales, sin recurrir a los mercados secundarios formales.
- El Régimen de Inversión podrá autorizar, durante los 36 meses siguientes a la fecha de entrada en vigencia general de la ley (mes 25), límites transitorios para las inversiones de los Fondos Generacionales.
- Los FG fueron aprobados en la Cámara de Diputadas y Diputados.

IV. Reforma Previsional

❖ Modernización del Régimen de Inversión.

- El marco legal actual considera una gran cantidad de límites cada uno de los cuales tiene un objetivo, entre ellos el de activos alternativos. Sin embargo, complejiza la gestión de inversiones.
- Se propone dejar sólo los límites más relevantes a nivel de ley y entregar más facultades al Régimen de Inversión para que establezca los límites que se consideren necesarios.
- Lo anterior se sustenta en la robustez de la institucionalidad del Régimen de Inversión, en el que participan la Superintendencia de Pensiones, el Consejo Técnico de Inversiones (CTI) y el Ministerio de Hacienda.
- El CTI lo conforman actualmente:
 - Un miembro designado por el Presidente de la República (que haya desempeñado el cargo de Ministro de Hacienda o de Superintendente o directivo de la CMF, o de consejero o gerente del Banco Central).
 - Un miembro designado por el Consejo del Banco Central, quien deberá tener reconocido prestigio por su experiencia y conocimiento en temas financieros y de mercado de capitales.
 - Un miembro designado por las AFP (profesional que posea, al menos, seis años de experiencia laboral en empresas que administren carteras de inversión y que haya sido gerente general, gerente de finanzas o gerente de inversiones, o haya ejercido otros cargos de nivel superior en alguna empresa del sector financiero).
 - Dos miembros designados por los decanos de las Facultades de Economía o de Economía y Administración de Universidades (uno deberá ser

IV. Reforma Previsional

❖ Modernización del Régimen de Inversión.

- Los límites de inversión que el Pdl contempla dejar establecidos por ley, serán determinados por el Banco Central dentro de los rangos que se señalan para cada uno de ellos:
 - ✓ El límite máximo para la suma de las inversiones en instrumentos estatales no podrá ser inferior al 30% ni superior al 80% del valor de los Fondos Generacionales.
 - ✓ El límite máximo para la inversión en el extranjero de los Fondos Generacionales no podrá ser inferior al 50% ni superior al 80% de su valor.
 - ✓ El Régimen de Inversión, además, tal como se establece en la actualidad, deberá fijar límites máximos para la inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria y definición de cobertura cambiaria, previa autorización del Banco Central.
 - ✓ Adicionalmente, las inversiones de los FG en acciones de una sociedad anónima abierta no podrán exceder el 7% del total de las acciones suscritas de dicha sociedad.

IV. Reforma Previsional

❖ Carteras de Referencia/Medidas de Riesgo.

- El Pdl propone, además, la posibilidad de definir en el Régimen de Inversión carteras de referencia (benchmarks) con márgenes de desviaciones máximos, fundados en objetivos de inversión de largo plazo (objetivo de pensión).
- Previo a la fijación de las carteras de referencia para los Fondos Generacionales, así como para el establecimiento de medidas de riesgo de las carteras de inversión, se propone que la Superintendencia de Pensiones y el Consejo Técnico de Inversiones (CTI) deberán contar con estudios o informes contratados con personas naturales o jurídicas de vasta experiencia en la materia.
- Además, previo a la fijación de carteras de referencia y medidas de riesgo, deberán someterse a consulta pública.
- Todas las materias referidas a RI antes mencionadas fueron aprobadas en la Cámara de Diputadas y Diputados.

➤ **V. Reflexiones
finales**

V. Reflexiones finales

- ❖ Las AFP hoy tienen acceso a múltiples alternativas de inversión, tanto en activos tradicionales como activos alternativos.
- ❖ Actualmente, las inversiones de los Fondos de Pensiones se encuentran diversificadas alrededor de todo el mundo. Al cierre de julio 2024, el 49,8% se encuentra invertido en activos en el extranjero.
- ❖ La inversión se distribuye en alrededor de 23.000 emisores extranjeros y en 3.000 emisores nacionales.
- ❖ En activos alternativos hay inversión en 156 vehículos extranjeros. Por su parte, en el mercado nacional la inversión está diversificada en 43 fondos de inversión (algunos con inversión extranjera subyacente).
- ❖ La Superintendencia de Pensiones trabaja constantemente para actualizar la normativa de inversiones, dentro del marco legal vigente. En tal sentido, analiza permanentemente perfeccionamientos al Régimen de Inversión y la normativa complementaria.
- ❖ Lo anterior se refleja en la implementación de cambios regulatorios relevantes que han aumentado las opciones de inversión y han beneficiado a los afiliados.

V. Reflexiones finales

- ❖ La Superintendencia de Pensiones ha fortalecido su modelo de supervisión dando más énfasis a la gestión de riesgos de los procesos, con un carácter preventivo.
- ❖ Las AFP han fortalecido sus equipos de inversiones y desarrollado más experiencia para la inversión en activos alternativos. Se espera que dicho proceso continúe evolucionando.
- ❖ Con las medidas que propone la reforma de pensiones en materia de inversiones, se busca lograr una regulación de inversiones más flexible ,enfocada en el objetivo de pensión y acorde con las mejores prácticas internacionales.
- ❖ El proyecto de reforma previsional contempla artículos transitorios que establecen periodos de implementación y medidas que apuntan a evitar impactos negativos en el mercado de capitales.

INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y LOS ACTIVOS ALTERNATIVOS

Oswaldo Macías Muñoz
Superintendente de Pensiones

Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Chile



Santiago, 28 de agosto de 2024