

RECUADRO 5

TRABAS REGULATORIAS EN EL PROCESO DE INVERSIÓN DE LAS AFP

El objetivo de este Recuadro es identificar las trabas que la normativa vigente impone a las inversiones que realizan las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP) y, eventualmente, proponer medidas para flexibilizar o eliminar dichos obstáculos. Para ello, se efectuaron entrevistas con funcionarios de diversas AFP, con la finalidad de recoger sus opiniones y puntos de vista. A continuación, se presentan las principales trabas regulatorias identificadas en el proceso de inversión.

Rentabilidad mínima vs indicadores de referencia de rentabilidad

El Reglamento de la Ley del SPP (aprobado por el MEF) estableció el concepto de rentabilidad mínima (calculada en base al promedio de las rentabilidades de las AFP), bajo el enfoque de que todas las AFP están sujetas a la misma regulación y tienen disponible el mismo conjunto de activos de inversión, por lo que los resultados de la gestión de las inversiones de las AFP no deberían registrar grandes diferencias entre sí. Un cierto grado de

⁴² El ratio de precio a utilidad por acción (P/E) para acciones listadas en mercados emergentes fluctúa entre 12,7 y 13,9 veces, mientras que el mismo ratio para las acciones listadas en mercados frontera oscila entre 9,6 y 9,7 veces.

⁴³ Es la parte del accionariado de una empresa que cotiza libremente en bolsa. Son acciones, por tanto, que se encuentran en circulación y pueden ser compradas por los inversores o vendidas por los accionistas libremente. Es importante mencionar que el porcentaje de *float* dimensiona el mercado de capitales de cada país y proporciona un mayor margen a los inversionistas para gestionar su portafolio de inversiones.

REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2018

diferencia sería tolerable y podría ser atribuido a diferencias en las estrategias de asignación de activos, selección de instrumentos u oportunidad de la inversión. Sin embargo, una rentabilidad bastante menor al promedio del sistema podría estar indicando una mala gestión de la AFP correspondiente, lo que perjudicaría a sus afiliados. Por consiguiente, se asumió razonable establecer un límite a la discrepancia de las rentabilidades de las AFP, de manera que se garantizara al afiliado que la rentabilidad que la AFP obtenga por la administración de sus fondos no difiera mucho del resto del sistema.

La rentabilidad mínima se calcula mensualmente en base al promedio de la rentabilidad real anualizada del sistema en los últimos 36 meses y es diferente para cada tipo de Fondo. Ello conduce a que cada AFP compare su rentabilidad contra un índice compuesto por el promedio de las rentabilidades del sistema; en consecuencia, es un indicador de referencia o *benchmark* endógeno. Cabe agregar que si una AFP se ubica por debajo de la rentabilidad mínima, deberá hacer uso de su encaje para garantizar al afiliado la rentabilidad mínima.

Sin embargo, esta práctica no está en línea con las normas emitidas por la SBS, que proponen que las AFP comparen su rentabilidad contra índices de referencia de mercado. Para reglamentar el uso de estos *benchmarks* exógenos sería necesario, primero, eliminar la rentabilidad mínima, lo que está fuera del alcance de la SBS puesto que, para ello, se requiere modificar el Reglamento de la Ley del SPP mediante decreto supremo del MEF.

Es necesario sustituir el esquema de rentabilidad mínima por un esquema de *benchmarks* exógenos. De este modo, se promoverá una mayor competencia entre las AFP y se incentivará una mayor diferenciación de las carteras de inversión. A su vez, el afiliado podría verse beneficiado por mayores rentabilidades producto de una actitud menos conservadora de las AFP⁴⁴. Cabe indicar que, a nivel internacional, los fondos de inversión y los gestores de activos utilizan *benchmarks* para evaluar el desempeño de sus estrategias de inversión.

Límites por emisor y por emisión

La existencia de un elevado número de límites regulatorios por emisor y por emisión dificulta el proceso de inversiones. La SBS viene realizando una revisión integral de los límites existentes y, producto de ello, podría decidir modificar, simplificar o eliminar ciertos límites. Sin embargo, la SBS solamente puede modificar los límites por emisor extranjero (contenidos en el Reglamento para la Inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones en el Exterior), mientras que las modificaciones a los límites por emisor local (contenidos en el Reglamento de la Ley del SPP) se deben aprobar por decreto supremo del MEF.

Se considera conveniente un proceso de revisión y simplificación integral de los límites de inversión. Por un lado, cuando se creó el SPP, la regulación contempló límites regulatorios con fines prudenciales, pero con el transcurrir del tiempo y el consecuente crecimiento de los fondos administrados, algunos de esos límites ya dejaron de ser relevantes (por ejemplo, los límites por emisor local establecidos en función de cuentas de balance). Por otro lado, existe diversidad de límites por emisor que pueden ser reemplazados por un único límite.

Una medida que facilitaría este proceso es que se traslade a la SBS la facultad de modificar las disposiciones regulatorias incluidas en el Reglamento de la Ley del SPP, con opinión previa del MEF y sin necesidad de la expedición del decreto supremo correspondiente.

Inversión en instrumentos alternativos

Los sub límites de inversión por tipo de instrumento alternativo constituyen una limitante en el proceso de inversión. Por ejemplo, los sub límites en *Venture Capital* y *Real Estate* son iguales (6% y 8% para los fondos Tipo 2 y 3, respectivamente) a pesar de que el segundo

⁴⁴ Para proteger al afiliado, este esquema debería ser complementado con el establecimiento de una serie de controles, tales como límites en el *tracking error* del portafolio de inversión (medida de diferencia en el rendimiento entre el fondo administrado y su índice de referencia o *benchmark*). El eventual incumplimiento de estos límites podría dar lugar a que la AFP haga uso de su encaje para salvaguardar el fondo del afiliado.



REPORTE DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Noviembre 2018

tipo de instrumentos ha tenido mayor desarrollo que el primero; cuando más bien el sub límite de *Real Estate* debería ser similar al de *Private Equity* (12% y 15% para los fondos Tipo 2 y 3, respectivamente).

Además, existen sub límites muy específicos e innecesarios, como Bosques Naturales (4% y 6% para los fondos Tipo 2 y 3, respectivamente), mientras que no existe sub límites para otras estrategias tales como la Deuda Privada que, en los últimos años, ha cobrado relevancia como una estrategia alternativa a la renta fija. Actualmente, la inversión en instrumentos de Deuda Privada se computa dentro del sub límite de *Private Equity*, a pesar que son instrumentos de naturaleza y riesgo distintos.

Es conveniente la eliminación de sub límites por tipo de instrumento alternativo, puesto que no se justifican dado el desarrollo incipiente de algunos de los segmentos de instrumentos alternativos considerados (por ejemplo, Bosques Naturales) o dado que podrían llevar a una asignación sub óptima en aquellos de mayor desarrollo (por ejemplo, *Real Estate*).

Actualmente, las AFP se encuentran impedidas de invertir directamente en instrumentos alternativos, es decir, que estas inversiones solamente se pueden realizar a través de la utilización de vehículos de inversión (esto es, adquiriendo cuotas de participación de fondos de inversión en instrumentos alternativos). Sobre este tema, la SBS podría evaluar permitir que las AFP inviertan directamente en instrumentos alternativos bajo mecanismos de coinversión, siempre que cuenten con un socio estratégico debidamente acreditado en el conocimiento de este segmento de mercado⁴⁵.

Instrumentos de inversión que requieren autorización previa

La SBS exige autorización previa para invertir en productos complejos tales como instrumentos de inversión estructurados que incorporen en su estructura instrumentos derivados o instrumentos alternativos; productos financieros sobre estrategias de instrumentos derivados; fondos mutuos alternativos; e instrumentos derivados usados para la gestión eficiente del portafolio y los usados para cobertura (estos últimos sólo cuando la suma de los valores notacionales de los contratos de derivados exceda el 10% de la cartera administrada). En ese sentido, la normativa establece una serie de requisitos para que las AFP puedan invertir en fondos mutuos de inversión en instrumentos alternativos.

Los requisitos establecidos por la regulación guardan relación con las mejores prácticas internacionales y buscan salvaguardar los fondos de los afiliados, por lo que consideramos que deben ser mantenidos. Además, la SBS puede conceder a la AFP una autorización parcial por un porcentaje del límite en caso que no pueda cumplir con todos los requisitos, por lo que la AFP cuenta con esta alternativa temporal mientras va adecuando su gestión a las mejores prácticas y gana mayor experiencia de este segmento de mercado.

Una medida complementaria sería elevar el límite bajo autonomía de la política de inversiones de la AFP (actualmente en 1% del valor de cada tipo de Fondo), lo que permitiría que las AFP no pierdan oportunidades de inversión en aquellos activos elegibles que requieren autorización previa de la SBS y para los cuales aún no tienen autorización, mientras cumplen con los requisitos necesarios para obtenerla.

Conclusiones

Por lo anteriormente mencionado, queda clara la importancia de realizar una revisión y simplificación integral de los diversos límites de inversión que están en el ámbito de diversos entes reguladores (Congreso, MEF y SBS). Ello incidirá en una mejor gestión de las inversiones de las AFP, lo que a su vez favorecerá una mejor asignación de precios y riesgos y, finalmente, propiciará el desarrollo del mercado de capitales.

⁴⁵ En Chile, desde el 1 de noviembre de 2017, los fondos de pensiones de ese país pueden invertir en activos alternativos de manera indirecta (a través de vehículos para invertir en activos de capital privado y deuda privada en el extranjero) o directa (bajo la forma de coinversión en capital privado y deuda privada en el extranjero).

