



ANAFAP

Asociación  
Nacional  
de AFAP

# Los Límites de Inversión de las AFAP en

o " h  
· " h  
· 8 #

# de los Fideicomisos Financieros en Uruguay

Eduardo Walker, PhD  
Daniel Ferrés, PhD

2019

# **INFORME FINAL**

## **Los Límites de Inversión de las AFAP en Activos Alternativos y las Buenas Prácticas para el Gobierno Corporativo de los Fideicomisos Financieros en Uruguay**

**Eduardo Walker, PhD**

**Daniel Ferrés, PhD**

**Septiembre, 2019**

## Contenido

Abreviaciones .....	iii
Resumen Ejecutivo .....	iv
1. Introducción.....	1
2. Características Generales de la Inversión en Activos Alternativos .....	5
2.1. Capital Privado.....	5
2.2. Activos Reales.....	8
2.2.1. Infraestructura.....	8
2.2.2. Activos Inmobiliarios.....	9
2.2.3. Bosques y Tierras Agrícolas .....	10
2.2.4. Commodities.....	11
2.3. Hedge Funds (HF).....	11
2.4. Productos Estructurados.....	12
2.5. Vehículos de Inversión.....	12
2.6. Cobro de Comisiones .....	16
3. Buenas Prácticas para la Inversión en Activos Alternativos .....	17
3.1. Buenas Prácticas IOPS.....	17
3.2. Recomendaciones de OCDE.....	19
3.3. Principios de ILPA para Private Equity (PE).....	19
3.4. Global Investment Performance Standards (GIPS) del CFA Institute.....	23
3.5. Recomendaciones de IPEV .....	25
4. La Experiencia de Chile .....	26
4.1. La Experiencia de Chile de 1993 y Posterior.....	26
4.2. Guía de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo de la Asociación Chilena de Administradores de Fondos de Inversión (ACAFI).....	32
4.3. El Régimen de Inversiones (RI) para las AFP Chilenas .....	36
4.4. Cómo Implementaron las AFP los Requerimientos Contemplados en el Régimen de Inversiones .....	40
5. Situación Actual de las Inversiones de las AFAP en Activos Alternativos en Uruguay (2011-2019).....	49
5.1. El Fondo de Ahorro Previsional y las Inversiones Permitidas a las AFAP .....	49
5.2. Las Inversiones de las AFAP en Activos Alternativos .....	52
5.3. Los Fideicomisos Financieros.....	55
5.4. Un Diagnóstico sobre el Funcionamiento Actual de los Vehículos para la Inversión en Activos Alternativos en Uruguay (2011-2019).....	57

5.4.1. La Visión de los Fiduciarios y el Control de la Gestión del Negocio de los Fideicomisos Financieros .....	60
5.5. Los Nuevos Estándares de las Decisiones de Inversión: Medio Ambiente, Sociedad y Gobierno Corporativo .....	61
6 Propuestas para la Implementación de las Políticas de Inversión de las AFAP en Activos Alternativos y para la Estructuración y el Gobierno Corporativo de los Fideicomisos Financieros en Uruguay .....	62
7. Los Límites Máximos para las Inversiones de las AFAP en Activos Alternativos: el Marco Regulatorio, la Reciente Propuesta Normativa del BCU y una Propuesta Regulatoria Alternativa.....	68
Referencias.....	77
Anexo 1. Buenas Prácticas IOPS .....	79
Anexo 2. Marco Regulatorio (Límites) para las Inversiones de los Fondos de Pensión en Activos Alternativos en Chile, Perú, Colombia y México.....	81
Anexo 3. Chile. Límites de Inversión por Emisión para Emisores que Pueden Realizar Inversiones en Activos Alternativos .....	90

## Abreviaciones

<b>Sigla</b>	<b>Significado</b>
ACAFI	Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión
AFORE	Administradora de Fondos para el Retiro (México)
AFAP	Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional
AFP	Administradora de Fondos de Pensión
BCU	Banco Central del Uruguay
BO	<i>Buyout</i>
CAIA	<i>Chartered Alternative Investment Analyst Association</i>
CCR	Comisión Clasificadora de Riesgo
CerPI	Certificado de Proyecto de Inversión (México)
CKD	Certificado de Capital de Desarrollo (México)
CIO	<i>Chief Investment Officer</i>
CPPIB	<i>Canada Pension Plan Investment Board</i>
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
ETF	<i>Exchange Traded Funds</i>
FF	Fideicomiso Financiero
FIBRA	Fideicomiso de Infraestructura y Bienes Raíces (México)
GIPS	<i>Global Investment Performance Standards</i>
HF	<i>Hedge Fund</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ILPA	<i>Institutional Limited Partners Association</i>
IOPS	<i>International Organization of Pension Supervisors</i>
IPEV	<i>International Private Equity and Venture Capital Valuation</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LP	<i>Limited Partner</i>
LPA	<i>Limited Partnership Agreement</i>
LPAC	<i>Limited Partnership Advisory Committee</i>
MSA	<i>Management Services Agreement</i>
NAV	<i>Net Asset Value</i>
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
PD	<i>Private Debt</i>
PE	<i>Private Equity</i>
PPP	<i>Public-Private-Partnership</i>
REIT	<i>Real Estate Investment Trust</i>
SEC	<i>Securities Exchange Commission</i>
SIEFORES	Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (México)
SI-IRR	<i>Since Inception Internal Rates of Return</i>
TIR	Tasa Interna de Retorno
VC	<i>Venture Capital</i>

## Resumen Ejecutivo

---

En Uruguay, las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) iniciaron el recorrido de las llamadas “inversiones alternativas” en el año 2011. Actualmente, las inversiones de los fondos de pensión uruguayos en activos alternativos suman aproximadamente USD 2.456.000,00 (total de fondos invertidos o comprometidos a ser invertidos).<sup>1</sup> Estos totales representan el 20% de los activos del Subfondo de Acumulación de las AFAP. Este estudio presenta una propuesta para la implementación de las políticas de inversión de las AFAP en activos alternativos y para la estructuración y el gobierno corporativo de los vehículos de inversión que canalizan las inversiones de los fondos de pensiones uruguayos en infraestructura, activos inmobiliarios, bosques, tierras agrícolas, energía y capital privado (*private equity*).

Nuestro informe está basado en el análisis de la regulación uruguaya y de la regulación comparada de los países de la región (Chile, Colombia, México y Perú) para las inversiones en activos alternativos de sus fondos de pensiones. En Colombia, Chile, México y Perú los fondos de pensiones tienen una larga historia en inversiones en renta variable y han realizado una curva de aprendizaje a lo largo del tiempo. Lo especial del caso uruguayo es que, por razones idiosincrásicas, se ha iniciado un recorrido desde las inversiones en diversos tipos de renta fija local a las inversiones en activos alternativos, sin haber transitado por la experiencia de realizar inversiones en acciones locales o internacionales. Vale decir, los activos alternativos son una de las pocas opciones de “renta variable” disponible para las inversiones de las AFAP.

La realidad uruguaya de gran concentración de inversiones de las AFAP en activos alternativos en principio tiene incidencia sobre las recomendaciones de límites de inversión. Por un lado, hay una recomendación clara de evitar concentraciones de riesgos en un mismo emisor o en un mismo fiduciario o en un mismo operador / gestor o en un mismo sector de la economía. Por otro lado, es difícil realizar una recomendación que apunte a la diversificación hacia emisores o fiduciarios u operadores / gestores con menor experiencia que los actores actuales.

En este trabajo, proponemos un diagnóstico del funcionamiento actual de los vehículos de inversión para las inversiones alternativas en Uruguay. El camino de las inversiones alternativas de las AFAP en Uruguay se inició en el 2011, y habiendo transcurrido unos años desde entonces, es posible realizar una síntesis de las características principales de esos vehículos y de las oportunidades posibles de mejora. En este estudio, proponemos la aplicación de mejores prácticas en materia de estructuración y gobierno corporativo de los fideicomisos financieros. Nuestro informe recoge las mejores prácticas y recomendaciones para la gestión de riesgo de las inversiones en activos alternativos emitidos por distintas organizaciones, tales como: IOPS, OCDE, ILPA, CFA Institute e IPEV. A nivel regional, analizamos y comparamos la experiencia uruguaya con el camino recorrido por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y los fondos de inversión de Chile. Nuestras

---

<sup>1</sup> Ver Banco Central del Uruguay (BCU (2019)).

propuestas están basadas en un conjunto de buenas prácticas internacionales y regionales y en el análisis de cómo trasladar esas mejores prácticas hacia recomendaciones concretas que tengan en cuenta las especificidades del mercado uruguayo.

Tomando en cuenta la regulación regional en materia de inversiones de los fondos de pensión en activos alternativos, los estándares más relevantes en materia de gestión de riesgo y gobierno corporativo y las especificidades del mercado uruguayo de AFAP elaboramos una propuesta formulando límites máximos de inversión para prevenir concentraciones importantes de las inversiones de las AFAP en ciertos riesgos.

Asimismo, proponemos una serie de mejores prácticas a introducir en la estructuración de los términos de los contratos de los fideicomisos financieros y en las condiciones de las futuras emisiones de los vehículos de inversión de las inversiones alternativas de las AFAP en Uruguay. Estos principios buscan mejorar el análisis preliminar, el *due diligence* y el seguimiento de las inversiones alternativas de las AFAP y el funcionamiento de los vehículos de inversión en materia de alineación de intereses, toma de decisiones, gobernanza, mecanismos de control, estándares de conducta, formación de equipos y transparencia en la divulgación de la información. Nuestras recomendaciones están basadas, también, en el muy valioso dialogo que hemos mantenido con todas las AFAP y con varios representantes de los fiduciarios, integrantes de los comités de vigilancia, estructuradores, asesores legales y principales ejecutivos de algunos operadores / gestores de fideicomisos financieros.

En la Introducción de este documento formulamos el objetivo general y los objetivos particulares del trabajo. En la Sección 2, presentamos una caracterización de los activos alternativos y una descripción de los vehículos de inversión. En la Sección 3, presentamos una síntesis de las mejores prácticas internacionales para la inversión en activos alternativos de los fondos de pensión y para el diseño de la gobernanza de los vehículos de inversión. En la Sección 4, miramos la experiencia de Chile en gestión de las inversiones alternativas de las AFP en los fondos de inversión locales. Si el lector está interesado en conocer nuestro diagnóstico de la realidad actual de las inversiones alternativas de las AFAP en Uruguay y sobre el funcionamiento de los vehículos de inversión puede ir directamente a la Sección 5. En la Sección 6, planteamos las propuestas concretas para la implementación de las políticas de inversión de las AFAP en activos alternativos y para la estructuración y el gobierno corporativo de los fideicomisos financieros en Uruguay. En la Sección 7, analizamos los límites de inversión vigentes para las inversiones de las AFAP en activos alternativos.

## 1. Introducción

---

Existe amplia evidencia local e internacional acerca del creciente rol que tienen los activos alternativos en los portafolios de los inversionistas institucionales, en particular en los portafolios de los fondos de pensiones (ver Preqin (2018), FIAP (2018), CONSAR (2018)).<sup>2</sup> De acuerdo a un estudio reciente de Willis Towers Watson (2017) sobre las inversiones de los fondos de pensiones en los siete países con sistemas de pensiones más desarrollados, el peso relativo de las inversiones alternativas ha aumentado exponencialmente. De hecho, en 2016, considerando la suma de las inversiones de los fondos de pensiones de Australia, Canadá, Estados Unidos, Holanda, Japón, Reino Unido y Suiza, el 46% de las inversiones fue en renta variable (esta cifra era 57% en 1997), el 28% en renta fija (esta cifra era 35% en 1997) y el 24% en inversiones alternativas (esta cifra era 4% en 1997).<sup>3,4</sup>

Además, dentro de lo que son las inversiones totales en activos alternativos, Willis Towers Watson (2017 b) reporta que, en el caso de los fondos de pensión de mayor tamaño en el mundo, las inversiones se descomponen en: activos inmobiliarios (42%); capital privado (26%); *hedge funds* (17%); infraestructura (8%); deuda privada (5%); recursos naturales (1%) y otros (1%).

En Uruguay, las AFAP iniciaron el recorrido de las inversiones alternativas en el año 2011. De acuerdo a datos recientes del BCU, las inversiones de los fondos de pensión uruguayos en activos alternativos suman aproximadamente USD 2.456.000,00 (inversiones ya desembolsadas o comprometidas a ser realizadas).<sup>5</sup> Estos totales indican que el 20% de los activos del Subfondo de Acumulación de las AFAP están invertidos o comprometidos a ser invertidos en activos alternativos. De estas inversiones, las AFAP han invertido USD 850 millones en proyectos de infraestructura, USD 809 millones en tierras forestales, USD 300 millones en tierras agrícolas, USD 279 millones en proyectos inmobiliarios (urbanos) y USD 218 millones en proyectos de energía.

Las inversiones de los fondos de pensión en activos alternativos – de las AFAP, en particular – implican un aumento en la exposición a ciertas clases de activos que son, en esencia, poco líquidos y que habitualmente no se transan en mercados formales. Sin embargo, estas inversiones permiten algunos beneficios de gran relevancia para el sistema de pensiones uruguayo:

1) Mejoran la diversificación de los portafolios, permitiendo mejores combinaciones de riesgo y retorno para el Subfondo de Acumulación.

---

<sup>2</sup> De acuerdo a CAIA (2015), las inversiones alternativas incluyen todas aquellas inversiones que no puedan clasificarse como títulos públicos (cotizados) de renta variable, renta fija o efectivo. Los activos alternativos incluyen las inversiones en *private equity* (capital privado o deuda privada), activos reales (incluyendo activos inmobiliarios, infraestructura, recursos naturales como bosques y tierras agrícolas y *commodities*), las inversiones de los *hedge funds* (fondos de cobertura) y las inversiones en productos estructurados.

<sup>3</sup> Ver Willis Towers Watson (2017 b)

<sup>4</sup> Los fondos de pensiones mantenían 2% de sus activos en inversiones líquidas (efectivo) en 2016 (4% en 1997).

<sup>5</sup> Ver BCU (2019).

2) Mejoran la rentabilidad a través del “premio por liquidez” que ofrecen este tipo de inversiones.

3) Permiten inversiones de largo plazo, lo cual se condice con el horizonte de inversión de los fondos de pensiones.

4) Mantienen los costos de transacción y comisiones en niveles reducidos dado que se trata normalmente de inversiones en forma directa.

El estudio actual tiene como objetivo general elaborar una propuesta fundada sobre los límites máximos para las inversiones de las AFAP en activos alternativos y para su mejor gobernanza. Esta propuesta toma relevancia en vistas del nuevo proyecto normativo del Banco Central del Uruguay (BCU) de fecha 28 de diciembre de 2018 sobre la modificación de los límites de inversión para las AFAP en instrumentos del Literal B del artículo 123 de la Ley N° 16.713 del 3 de setiembre de 1995 y modificativas. Dicho proyecto normativo estuvo abierto a una instancia de consultas hasta el 28 de febrero de 2019.

Nuestro análisis está basado en el estudio de la regulación uruguaya y de la regulación comparada de los países de la región (Chile, Colombia, México y Perú) para las inversiones en activos alternativos de sus fondos de pensiones. De todas maneras, existen diferencias importantes ya que lo especial del caso uruguayo es que, por razones idiosincrásicas, se ha iniciado un recorrido desde las inversiones en diversos tipos de renta fija local a las inversiones en activos alternativos, sin haber transitado por la experiencia de realizar inversiones en acciones locales o internacionales. Esta diferencia con otros antecedentes regionales es importante ya que – en casi todos los países – los fondos de pensiones han seguido un proceso gradual transitando en el tiempo desde la renta fija mayoritariamente estatal, a renta fija emitida por el sector privado, a acciones nacionales, acciones internacionales y, finalmente, a la gestión de inversiones en activos alternativos.

La comparación entre la regulación uruguaya y la regional sobre los límites de inversiones en activos alternativos es relevante, pero también hay que ponerla en contexto. En Colombia, Chile, México y Perú los fondos de pensiones tienen una larga historia en inversiones en renta variable y han realizado una curva de aprendizaje. Esto hace que las regulaciones de las inversiones de los fondos de pensión más avanzadas de la región no sean estrictamente comparables. A modo de ejemplo, tomando como referencia el Fondo C de Chile, que se considera un fondo “balanceado” quizás homologable al Subfondo de Acumulación de Uruguay, éste puede invertir hasta 40% en renta variable, pero sólo 6% en activos alternativos, como subconjunto de la renta variable. El proyecto actual del Banco Central del Uruguay (BCU) puede llevar a niveles de inversión en activos alternativos con significativa menor diversificación y a niveles de riesgo mucho mayores en términos de las exposiciones efectivas a riesgos que los asumidos por el Fondo C de Chile. Por ejemplo, usando parámetros del *Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)*, que considera una inversión de \$1 en *private equity* como equivalente a \$1,3 en *public equity* (ver Walker et al. (2017)), entonces, a modo de ejemplo, una inversión del 30% del Subfondo de Acumulación en activos alternativos equivaldría desde el punto de vista económico a una exposición de 39% a *public*

*equity*, pero con niveles de concentración (en gestores, emisores e industrias) muy superiores a las que tiene la renta variable en el Fondo C de Chile, que invierte en miles de emisiones.

La realidad uruguaya de gran concentración de inversiones de las AFAP en activos alternativos tiene incidencia sobre las recomendaciones de límites de inversión. Adicionalmente, se debe considerar que algunos de los modos de funcionar de los primeros fideicomisos financieros tuvieron particularidades específicas, que respondieron más a las circunstancias iniciales del desarrollo de las inversiones en activos alternativos en Uruguay que a la aplicación de las mejores prácticas regionales e internacionales en la estructuración y el gobierno corporativo de los vehículos de inversión para las inversiones en activos alternativos. La concentración tiende a generar riesgos diversificables, lo que hace necesario encontrar un delicado balance entre límites de inversión de diverso tipo, gobierno corporativo y adecuados estándares de fiscalización e información. A este desafío hay que agregar gobiernos corporativos con poca historia que representan riesgos adicionales para los fondos de pensiones, los que no se pueden diversificar dada la probable escasez de vehículos distintos de inversión. Habiendo recorrido algunos años de experiencia, conviene realizar un diagnóstico del funcionamiento de esos vehículos de inversión y poder evaluar y recomendar la aplicación de mejores prácticas (incluso reconociendo posibles especificidades del mercado uruguayo).

En un contexto mundial, la economía uruguaya sería relativamente pequeña y poco diversificada. Como las AFAP sólo pueden realizar inversiones al interior del país, es necesario buscar que la cartera de inversiones de renta variable / de las inversiones alternativas tengan el mínimo riesgo diversificable local posible. Otros elementos a tener en cuenta a la hora de analizar los límites de inversión de las AFAP son que las AFAP han logrado un tamaño considerable en el mercado local (el Fondo de Ahorro Previsional se sitúa en el entorno de los US 15.500 millones y representa más del 25% del Producto Bruto Interno (PBI) uruguayo) y que los activos alternativos subyacentes también serán locales, y posiblemente de oferta restringida. Las AFAP – en principio – serían la fuente preferente de financiamiento de estas inversiones, lo que requiere cautela adicional. Como además los fondos de pensiones son relativamente grandes en comparación con la economía local, y posiblemente haya un número limitado de gestores / operadores (o sponsors de diferentes fideicomisos) el potencial problema de concentración de las inversiones puede aparecer en todos los ámbitos: a nivel de gestor / operador, fiduciario e industria.

Nuestro informe recoge las mejores prácticas y recomendaciones para la gestión de riesgo de inversiones en activos alternativos emitidos por distintas organizaciones, tales como: IOPS, OCDE, ILPA, CFA Institute e IPEV. En un contexto de expansión de las inversiones de los fondos de pensiones en activos alternativos en Uruguay, la región y el mundo, vale la pena considerar seis factores de marcada actualidad y relevancia para las empresas administradoras de fondos de pensiones, según Willis Towers Watson (2017):

**Mejoras en la gobernanza.** Existe un reconocimiento de que las mejoras en la gobernanza favorecen la atención a los distintos factores que contribuyen al buen desempeño de los fondos; estas mejoras también implican una mayor demanda de talento en los equipos de inversión de los fondos (especialmente en la persona del *chief investment officer*).

**Foco en la gestión de los riesgos.** Existe un mayor foco de los fondos de pensiones en la identificación de los riesgos y existen dos grupos de personas / instituciones bien diferenciados: quienes desean reducir su exposición a ciertos riesgos y quienes buscan ampliar la exposición a los riesgos, buscando mayores retornos.

**Predominio de un modelo de pensiones basado en contribuciones definidas.**

**Presión por talento.** Existe una fuerte competencia de los fondos de pensiones para atraer talento, especialmente hacia las posiciones de liderazgo.

**Una nueva cadena de valor.** Existe una tendencia hacia una nueva cadena de valor, con énfasis en las mejoras de eficiencia, la reducción de ciertos costos y la moderación de las comisiones pagadas (*fees*).

**ESG.** Existe una tendencia hacia un análisis más integrado de las inversiones, incorporando factores ambientales, sociales y de gobernanza (*Environmental, Social and Governance (ESG, en inglés)*). Este movimiento apunta a mejorar la transparencia, la evaluación de los resultados y el análisis de los factores no-financieros de las inversiones.

Tomando en cuenta la regulación regional en materia de inversiones de los fondos de pensión en activos alternativos, los estándares más relevantes en materias de gestión de riesgo y gobierno corporativo, las prioridades más relevantes marcadas por los grandes fondos de pensión a nivel mundial y nuestro análisis de la realidad uruguaya, el estudio actual tiene dos objetivos específicos:

- Elaborar una propuesta fundada sobre las inversiones de las AFAP en activos alternativos proponiendo límites de inversión por sector, por fiduciario, por gestor / operador, por emisión, por tipo de instrumento y un límite estructural para las inversiones de las AFAP en activos alternativos, teniendo en cuenta las características principales de dichas inversiones.
- Realizar sugerencias de oportunidades de mejora a introducir en los términos y condiciones de las futuras emisiones de los vehículos para las inversiones alternativas con el fin de mejorar la relación riesgo-retorno de los fondos de pensiones uruguayos. Este análisis contempla los mecanismos adecuados para mitigar los principales riesgos y la alineación de incentivos entre las partes, tomando en cuenta las mejores prácticas de la industria en la estructuración y en el diseño del gobierno corporativo de las inversiones en activos alternativos y las definiciones que debe realizar cada AFAP en sus políticas de inversión.

Este documento se organiza de la siguiente manera. En la Sección 2, presentamos una caracterización de los distintos *asset classes* dentro de los activos alternativos, una descripción del funcionamiento de los vehículos de inversión y una explicación de las estructuras de incentivos y comisiones. En la Sección 3, hacemos un recorrido por las mejores prácticas internacionales para la inversión en activos alternativos. En la Sección 4, miramos al antecedente de Chile y analizamos la evolución de las inversiones de las AFP en fondos de

inversión locales desde 1993 a la fecha y el desarrollo de las políticas y habilidades de los fondos de pensión para invertir en activos alternativos. En la Sección 5, describimos el desarrollo de las inversiones alternativas de las AFAP en Uruguay en los años recientes y presentamos un diagnóstico del funcionamiento actual de los vehículos de inversión (fideicomisos financieros). En la Sección 6, planteamos las propuestas para la implementación de las políticas de inversión de las AFAP en activos alternativos y para la estructuración y el gobierno corporativo de los fideicomisos financieros en Uruguay. En la Sección 7, analizamos los límites de inversión vigentes para las inversiones de las AFAP en activos alternativos.

## **2. Características Generales de la Inversión en Activos Alternativos**

---

Los activos alternativos son de diversa índole. Si bien existen diferencias importantes entre las categorías de activos alternativos, todas poseen algunas características comunes: son relativamente ilíquidos (por lo que suelen tener un premio asociado); pueden tener potencial para diversificación comparado con los bonos y acciones transados en forma pública; tienen altos costos de debida diligencia (*due diligence*) asociado a la complejidad de las inversiones; y presentan dificultad para establecer un *benchmark*.

Los distintos activos alternativos se pueden clasificar de la siguiente manera:<sup>6</sup>

- *Private equity* (Capital privado)<sup>7</sup>
- *Real assets* (Activos reales, incluyendo activos inmobiliarios, infraestructura, recursos naturales como bosques y tierras agrícolas, commodities)
- *Hedge funds* (Fondos de cobertura)
- *Structured products* (Productos estructurados)

A continuación, se presenta una caracterización de cada clase de activo alternativo basada en una revisión de la literatura académica y una recopilación de información proveniente de la industria regional e internacional. Además, se presenta una descripción de los vehículos de inversión más usuales, la rentabilidad, el riesgo y el cobro de comisiones para las distintas *asset classes*.

### **2.1. Capital Privado**

Las inversiones en capital privado (*private equity* o *PE*) son inversiones realizadas en una empresa cuyas acciones no cotizan en bolsa, mediante las cuales los gestores tratan de añadir valor a través de la gestión u operación. Willis Towers Watson (2017) señala que esta clase de activos representa un 26% de las inversiones en activos alternativos entre los fondos de pensión encuestados.

---

<sup>6</sup> Ver *Chartered Alternative Investment Analyst Association* (CAIA (2015)).

<sup>7</sup> En la clasificación de CAIA (2015) capital privado es definido en un sentido amplio de manera que incluye cuatro estrategias distintas de inversión: inversiones en capital de riesgo, fondos de adquisición (*buyouts*), fondos de deuda *mezzanine* y fondos de deuda *distressed*. De alguna manera, todas estas inversiones tienen un componente relativamente alto de riesgo que las asemeja más a las inversiones en renta variable que a las inversiones en renta fija.

Los inversores institucionales normalmente invierten en capital privado de la mano de *private equity firms* (como *Blackstone*; *Kohlberg, Kravis & Roberts (KKR)*; *The Carlyle Group* o *Bain Capital*), que coinvierten y gestionan estas inversiones. Para ser precisos, las *empresas de private equity* organizan *fondos de private equity* en los que coinvierten con los inversores institucionales para realizar las inversiones en empresas cerradas (*private*). Las inversiones en capital privado pueden ser atractivas en la medida que sean gestionadas por un equipo profesional (*management*) que tenga una estructura de incentivos que favorezca el buen performance de las inversiones.<sup>8</sup> Uno de los principales desafíos de los inversores para aumentar las inversiones en capital privado es la dificultad actual para encontrar oportunidades atractivas. En algunos casos, las oportunidades de retornos altos vienen de la mano de horizontes temporales largos para las inversiones en capital privado, lo cual también implica que los riesgos de iliquidez son altos (los activos de *private equity* normalmente pueden ser vendidos antes de la madurez de las inversiones con descuentos muy altos). Las principales desventajas de las inversiones en capital privado es que existen oportunidades para ciertas arbitrariedades de los gestores / operadores y cierta dificultad para el control por parte de los inversores institucionales.

Dependiendo del tipo de firmas compradas, los fondos de *PE* usualmente se clasifican como: fondos de adquisición (*buyout* o *BO*); de capital de riesgo (*venture capital* o *VC*); y otros. Los fondos de adquisición usualmente invierten en empresas maduras y establecidas, usando montos elevados de endeudamiento para financiar las compras. Los fondos de *buyout* normalmente buscan comprar posiciones de control en una empresa. Los fondos de capital de riesgo generalmente invierten en empresas jóvenes de alto crecimiento (*start-up firms*), que normalmente operan en la industria tecnológica o son altamente innovadoras. Los fondos de capital de riesgo normalmente buscan comprar posiciones minoritarias y no requieren el control de una empresa. Las inversiones de *venture capital* son riesgosas.

Si bien *PE* es una clase de activo deseada por los mayores administradores de fondos de pensión en la región, no es evidente que las inversiones en *PE* aporten rentabilidad ajustando por todos los riesgos pertinentes. Las inversiones en *PE* sí aportan valor en un portafolio restringido a invertir en clases de activo tradicionales, por la exposición a clases de riesgo no fácilmente disponibles o replicables para los fondos de pensiones.

La poca liquidez de las inversiones en *PE* sugiere cautela al momento de decidir la importancia que debería darse a estos instrumentos en la composición de un portafolio. Hay pocas dudas acerca de que *PE* tiene más riesgo que su contraparte pública. Walker et al. (2017) indica que fondos como el *Canadian Pension Plan Investment Board (CCPIB)* utilizan el “*total portfolio approach*” considerando la inversión en *PE* como “*levered public equity*”, aunque en América Latina la práctica indicaría niveles menores de apalancamiento que en Estados Unidos, por lo que el mayor riesgo de las inversiones privadas no proviene del mayor endeudamiento utilizado, sino más bien de otras características, tales como la opacidad, el compromiso de capital y la iliquidez.

---

<sup>8</sup> Ver más sobre los vehículos de inversión en la sección 2.5.

Las inversiones en capital privado son complejas y la experiencia indica que existe una curva de aprendizaje para realizar inversiones en *PE*. En particular, Walker et al. (2017) mencionan que el *CCPIB* estima que tuvo un proceso de 5 años para pasar de la inversión indirecta vía fondos a la co-inversión; y 5 años más para pasar de la co-inversión a la inversión directa en *private equity*. Especialmente, los procesos de *due diligence* en las inversiones de *PE* son complejos.

De acuerdo a la *Chartered Alternative Investment Analyst Association* (CAIA (2015)) las inversiones en deuda privada (*private debt* o *PD*) deben incluirse dentro de la categoría de *private equity*. *PD* se refiere a la entrega de financiamiento vía deuda que no transa en la forma de instrumentos públicos, usualmente a empresas medianas y pequeñas. Si bien se trata de un área que tradicionalmente ha sido relacionada con la actividad bancaria, los fondos de inversión y otros proveedores de financiamiento alternativo han encontrado crecientes oportunidades para invertir en deuda privada en los años posteriores a la crisis financiera del 2008 y – posiblemente – como consecuencia de los cambios regulatorios subsiguientes.<sup>9</sup>

La implementación de estrategias de inversión en deuda privada requiere establecer una red que permita detectar oportunidades de inversión; tener un sólido proceso de suscripción (*underwriting process*); y lograr una escala de inversión suficientemente grande como para compensar los costos operacionales, regulatorios, de *compliance* y de reportes de información asociados a este tipo de inversión.

Dentro de los fondos de *PD*, se distinguen varias categorías: fondos de préstamos directos (*direct lending*), fondos de deuda en dificultades (*distressed debt*), fondos de deuda subordinada (*mezzanine*), fondos de situaciones especiales (*special situations*) y fondos de deuda de riesgo (*venture debt*). Los fondos de préstamos directos o *direct lending* normalmente invierten en deuda privada de empresas pequeñas o medianas que frecuentemente no tienen grado de inversión. Los fondos de inversión que invierten en *distressed debt* invierten en deuda de empresas que enfrentan dificultades financieras. Los flujos de estos títulos son más similares a los de los títulos de renta variable que a los de la renta fija, en el sentido que son activos riesgosos. Los fondos de inversión que invierten en *mezzanine debt* invierten en instrumentos como deuda convertible o acciones preferentes; o sea que son fondos que invierten en títulos que tienen una menor prelación que la deuda ordinaria y una mayor prelación que el *equity*. Los fondos de situaciones especiales realizan inversiones de deuda o en activos fijos de empresas con situaciones complejas por falta de resultados o iliquidez extrema, pero con un potencial de reestructuración y recuperación, o en empresas que están atravesando una transición específica. Los fondos de deuda de riesgo realizan préstamos a empresas jóvenes y con rápido crecimiento para capital de trabajo o para financiar inversiones. Normalmente estos préstamos se realizan a empresas que ya han recibido alguna inversión de *venture capital*. Las tasas de interés están por encima de los dos dígitos, pudiendo alcanzar el 20-25%.

---

<sup>9</sup> De acuerdo a Willis Towers Watson (2017), *PD* representa actualmente un 5% de las inversiones en activos alternativos entre los fondos de pensión encuestados.

## 2.2. Activos Reales

Las inversiones reales se refieren a la propiedad de activos no financieros. La inversión en activos reales implica frecuentemente la decisión adicional de organizar un sistema de gestión y operación de estos activos. En esta sección, nos referimos a las inversiones en infraestructura, activos inmobiliarios, bosques, tierras agrícolas y *commodities*.

### 2.2.1. Infraestructura

CAIA (2015) define la infraestructura (desde un punto de vista financiero) como aquellos activos y sistemas que favorecen las funciones que son necesarias para la mejora en el bienestar de una economía. Inderst (2010) define la infraestructura como el “sistema de trabajo público en un país, estado o región, incluyendo caminos, líneas de servicio público y edificios públicos.”

CAIA (2015) señala siete elementos que caracterizan a las inversiones en infraestructura:

- Son parte de un servicio de uso público;
- Situación monopólica o alto poder de mercado;
- Mercados regulados o vinculados a la actividad estatal;
- Servicios esenciales con baja elasticidad de demanda;
- Generan *cash* (ejemplo, peajes);
- Proyectos con atributos que posibilitan el control por parte de los privados;
- Proyectos intensivos en capital.

El sector de infraestructuras demanda un volumen de inversión permanente y necesita el capital privado para hacerle frente. Es esta necesidad la que hace que la contraparte contratante (frecuentemente una institución del sector público) dote a los proyectos de una estructura contractual que garantice la participación del capital privado en las inversiones. Esta estructura se puede establecer de múltiples maneras: por contratos por disponibilidad, por contratos de largo plazo o por una demanda conocida, lo que se traduce en una predictibilidad y estabilidad en la generación de caja.

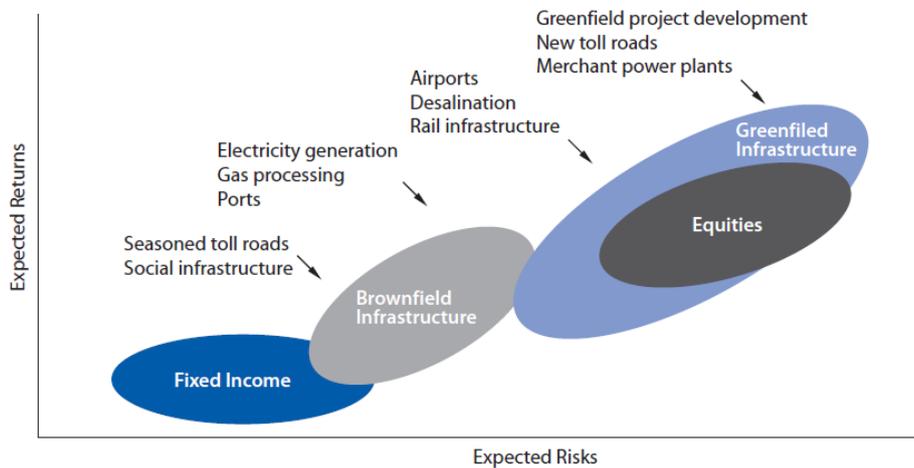
Los proyectos de infraestructura se pueden clasificar en infraestructura económica y en infraestructura social. Proyectos en el sector transporte (autopistas, aeropuertos, puertos, vías férreas), *utilities* (distribución de gas, agua, energía y telecomunicaciones) y otros proyectos como estacionamientos (*parkings*) o servicios de logística son ejemplos de infraestructura económica. Proyectos en el sector educativo (escuelas, colegios, liceos o universidades), salud (hospitales) y otros proyectos como las cárceles son ejemplos de infraestructura social.

La inversión en infraestructura puede considerarse como equivalente a invertir en renta fija dada la estabilidad de los flujos de los proyectos y los períodos de duración de los mismos. Por otro lado, la inversión en infraestructura (especialmente la infraestructura social) tiene algunas características similares a la inversión en activos inmobiliarios.

La Figura 1 ilustra la variedad de proyectos de infraestructura, comparándolos en función del perfil de rentabilidad y riesgo de los activos tradicionales como bonos y acciones. Los

proyectos *brownfield* tendrían un riesgo (y rentabilidad esperada) menor a los proyectos *greenfield*, pero mayor que los activos de renta fija tradicionales.<sup>10</sup> En un extremo de bajo riesgo del espectro se pueden considerar proyectos como administrar un peaje ya existente, mientras que dentro de los proyectos más riesgosos estarían aquellos *greenfield*, asociados a activos que aún no han sido construidos.

**Figura 1: Perfil de Riesgo y Retorno Esperado para Proyectos de Infraestructura**



Fuente: *Credit Suisse Asset Management* (2010).

La inversión en infraestructura conlleva algunos riesgos particulares como – por ejemplo – el riesgo de construcción, el riesgo operacional y de administración, el riesgo de negocio (factores de oferta y demanda), el riesgo regulatorio, etc. La magnitud de estos riesgos está asociada con la etapa de desarrollo de los proyectos de infraestructura y la existencia de una historia que facilite las proyecciones de flujos. Por ejemplo, en una carretera en la que nunca se han cobrado peajes resulta más difícil estimar la reacción de la demanda ante nuevos peajes, previamente inexistentes, aunque la calidad de la infraestructura sea muy superior a la antigua.

La inversión en infraestructura nacional podría proveer cierta protección frente a bajas generalizadas en las tasas de interés locales, en la medida que los flujos sean relativamente predecibles.

### 2.2.2. Activos Inmobiliarios

Los activos inmobiliarios están vinculados a la tierra o a las mejoras permanentes de terrenos, como, por ejemplo, la construcción de edificios. Las inversiones inmobiliarias pueden ser en oficinas, áreas comerciales, áreas industriales, residenciales u hoteles (*core real estate*), complejos como centros comerciales, *outlets*, centros hospitalarios, complejos turísticos (*value-added real estate*) o propiedades compradas con un objetivo más oportunístico y

<sup>10</sup> Un proyecto de infraestructura *greenfield* implica la necesidad de diseñar y construir infraestructura. Un proyecto de infraestructura *brownfield* implica la administración, mejora, reparación o expansión de infraestructura ya existente.

buscando la apreciación en el valor de los activos (*opportunistic real estate*). Estas últimas inversiones son más volátiles que las anteriores.<sup>11</sup>

Las inversiones inmobiliarias pueden tener diferentes objetivos. Algunas inversiones apuntan al desarrollo de bienes raíces construidos o por construir para el alquiler (rentas). Otros fondos de inversión tienen una política de inversiones que estipula que el objeto principal de inversión del fondo sea invertir en el desarrollo y construcción de proyectos inmobiliarios para la venta. Algunas inversiones apuntan al desarrollo de activos inmobiliarios con el objetivo de otorgar créditos hipotecarios. También puede haber fondos cuya política de inversiones estipule que el objeto principal de inversión del fondo sea invertir en alguna combinación de las anteriores.

La evidencia existente muestra que la inversión en activos inmobiliarios tiene asociada una serie de ventajas, debido a su potencial de: entregar retornos atractivos; ofrecer cobertura ante la inflación no esperada; entregar diversificación respecto a bonos y acciones; ofrecer flujos de caja; otorgar beneficios tributarios (ver CAIA (2015)). Por otro lado, también hay que considerar algunas desventajas de los activos inmobiliarios: son indivisibles, relativamente ilíquidos y son inversiones considerablemente heterogéneas lo que puede dificultar las decisiones de inversión y los procesos de *due diligence*.

Hay inversiones inmobiliarias que se realizan a través de vehículos de inversión de *PE* y *PD*. Algunos inversores institucionales consideran la exposición económica a activos inmobiliarios (un edificio para renta, por ejemplo) como una combinación entre inversión en acciones y en deuda. La descomposición entre acciones y deuda dependerá del tipo de participación que haya en los flujos; si ésta es prioritaria y/o residual, por ejemplo.

### **2.2.3. Bosques y Tierras Agrícolas**

Las inversiones de los inversores institucionales en tierras incluyen las inversiones en tierra no desarrollada (activos que en el momento no están generando retornos concretos); bosques (con el objetivo de vender el producido de la madera) y en tierras agrícolas (con el objetivo de desarrollar una producción agrícola y obtener los flujos de fondos de los producidos).

El atractivo de invertir en tierra no desarrollada radica en la posibilidad de mejorar y transformar esos predios en activos productivos. Estas inversiones son riesgosas y especulativas dado que no tienen flujos de fondos bien definidos, los períodos para la inversión pueden ser largos y las tendencias futuras en materia de desarrollos inmobiliarios pueden ser más difíciles de anticipar. Por otro lado, las inversiones en tierras no desarrolladas tienen bajos costos de mantenimiento y difícilmente pierden valor, salvo en casos de crisis mayores.

En el sector forestal, tradicionalmente existieron empresas integradas con inversiones en bosques y operaciones industriales como plantas de celulosa o aserraderos. En la actualidad, existe una tendencia muy importante de los inversores institucionales que invierten en la primera etapa de la cadena productiva: los bosques. Esos bosques pueden ser propiedad de los

---

<sup>11</sup> Ver CAIA (2015).

inversores institucionales y frecuentemente son gestionados por operadores especializados llamados, en inglés, *Timberland Investment Management Organizations (TIMOs)*.

Las inversiones forestales son atractivas porque ofrecen potencial para la diversificación por la baja correlación de los retornos con los principales índices accionarios y de deuda. Otro beneficio de las inversiones forestales es la flexibilidad en los períodos para la cosecha y la posible apreciación del valor de las tierras (similar a las inversiones inmobiliarias). Algunas desventajas de las inversiones forestales tienen que ver con la ciclicidad de la demanda de materiales de construcción, la incertidumbre en la tendencia de la demanda de papel en el largo plazo y los posibles riesgos climáticos y de desastres naturales.

Las inversiones en tierras agrícolas implican la compra de los activos productivos con el fin de obtener los flujos de la producción de granos u otros cultivos. Estas inversiones tienen similitudes con las inversiones en *real estate*, pero se diferencian en que los flujos anuales de los proyectos están vinculados a los precios de los *commodities* en los mercados internacionales. El inversor institucional puede realizar la operación y gestión del activo para la producción, puede contratar a un equipo gestor o puede arrendar los campos a otros gestores.

#### **2.2.4. Commodities**

Los *commodities* son considerados como una clase de activos reales, lo que los diferencia de los activos financieros tales como bonos y acciones. Por ejemplo, a diferencia de bonos y acciones, los *commodities* no entregan una serie de flujos futuros, sino que su valor depende de su consumo o de su uso en actividades productivas. Además, el precio de los *commodities* se ve influenciado por la oferta y demanda globales en los mercados de productos y no sólo por la percepción del mercado acerca del premio por riesgo adecuado para estos activos.

Existen distintas posibilidades de inversión para obtener exposición a este *asset class*: la compra directa de productos físicos, la inversión en instrumentos derivados, la inversión en *equity* de empresas de *commodities*, las inversiones en *exchange traded funds (ETFs)* o la inversión en *commodity-linked notes (CLNs)*, una modalidad de productos estructurados). Cada una de estas modalidades de inversión tiene sus ventajas y desventajas.

Uno de los principales motivos de los inversores institucionales para invertir en *commodities* es la diversificación dada una supuesta baja correlación entre los retornos de estos productos y los retornos de otros activos financieros. De todas maneras, Willis Towers Watson (2017) señala que los *commodities* tienen una participación modesta dentro de las carteras de fondos de pensión. En el caso de fondos de los fondos de pensión de mayor tamaño, dicha participación alcanza solamente el 1% de los activos alternativos.

#### **2.3. Hedge Funds (HF)**

Un *hedge fund* es un vehículo privado de inversión que administra un portafolio de activos financieros y derivados utilizando diversas estrategias de inversión aprovechando un entorno para las inversiones de bajo nivel de regulación. Frecuentemente los *HF* utilizan estrategias de inversión altamente riesgosas y emplean estrategias de compensación para los gestores

basadas en altas y crecientes compensaciones variables. Usualmente los *HF* implementan estrategias de inversión basadas en un alto apalancamiento y estrategias *long-short*.

La industria de los *HF* ha tenido un altísimo crecimiento en las últimas dos décadas, con oportunidades únicas de inversión y exposiciones a riesgos más complejos que aquellos presentes en los activos tradicionales (CAIA (2015)). Las inversiones en *hedge funds* son riesgosas e involucran exposición a riesgos de cola potencialmente significativos. Por eso, las inversiones en *hedge funds* son principalmente recomendadas para inversores sofisticados.

## 2.4. Productos Estructurados

Los productos estructurados consisten en una combinación de dos o más productos financieros en una sola estructura con el objetivo de ofrecer una trayectoria esperada de retornos y riesgos específica. Estos productos pueden ser de carácter complejo con riesgo elevado.

Las acciones y los bonos de una empresa constituyen productos estructurados sencillos en el sentido que son activos que ofrecen los flujos y los riesgos de una empresa. Ejemplos de productos estructurados sofisticados incluyen: *collateralized debt obligations (CDOs)*; *credit default swaps (CDSs)* o *collateralized mortgage obligations (CMOs)*.

Los *CDOs* son instrumentos financieros compuestos por una combinación de instrumentos de deuda. Normalmente existen varios niveles de subordinación con respecto a los flujos de un *CDO*: los inversores en el *senior tranche* son quienes tienen la más alta prioridad para recibir los flujos; los inversores en el *mezzanine tranche* son quienes tienen la segunda más alta prioridad para recibir los flujos; los inversores en el *equity tranche* son quienes tienen la más baja prioridad para recibir los flujos.

Los *CDS* son utilizados para obtener una cobertura del riesgo de crédito de un determinado instrumento. Un comprador de un *CDS* obtiene una protección del riesgo de crédito, pagando una comisión por obtener un pago contingente a cargo del vendedor del *CDS* en caso que un evento específico de un incumplimiento de pago ocurra en un momento del tiempo.

Los *CMOs* son activos financieros garantizados por hipotecas. Son securitizaciones.

## 2.5. Vehículos de Inversión<sup>12,13</sup>

Los principales vehículos para llevar a cabo inversiones alternativas pueden ser asimilados a aquellos vehículos de inversión que tienen la forma estándar en la industria de *private equity*

---

<sup>12</sup> Esta sección se basa en Walker et al. (2017).

<sup>13</sup> Los vehículos de inversión mencionados en esta sección se utilizan para inversiones directas. En el caso de los *funds of funds (FOFs)*, en lugar de invertir directamente en empresas, un primer fondo invierte en otros fondos de *PE*. El gestor de un fondo de fondos no elige directamente las empresas en las cuales se va a invertir si no que selecciona fondos de *PE* con el objetivo que estos a su vez hagan una buena selección de empresas. Si bien en este caso un inversionista paga una capa adicional de comisiones, invertir en un fondo de fondos permite una mayor diversificación de las inversiones y el acceso a la habilidad del administrador del fondo de fondos en términos de elegir a los mejores administradores de fondos de *PE*. Una figura de inversión similar es la estructura de *feeder fund*, en la cual se crea un fondo para reunir inversiones, las cuales serán destinadas a un *master fund*,

(PE). Los vehículos de inversión directa más habituales son las sociedades en comandita (*limited partnerships*) y las sociedades de responsabilidad limitada o *limited liability companies (LLCs)*.<sup>14</sup> En términos generales, los fondos de pensiones pueden acceder a invertir en distintas clases de activos, ya sean de *private equity*, de infraestructura u otros activos vía fondos estructurados como *limited partnerships*. Las inversiones pueden ser en instrumentos de deuda o capital, de manera directa o indirecta, en compañías listadas o no listadas, a través de fondos listados o no listados y en mercados domésticos o internacionales.

En las sociedades en comandita o *limited partnerships* los inversores institucionales (por ejemplo, un fondo de pensión) actúan como socio comanditario (*limited partner* o LP), mientras que el fondo de PE actúa como un socio gestor/operador (*general partner* o GP). Los términos contractuales de cada *limited partnership* están recogidos en el *limited partnership agreement (LPA)*, un contrato firmado entre el GP y los LP con el fin de organizar el funcionamiento y el gobierno corporativo del fondo (ver Gompers y Lerner (1999), Metrick y Yasuda (2002)). Un LPA puede tener más de 100 páginas y contiene los distintos aspectos que regulan la relación entre el GP y los LP: las políticas que debe seguir el GP para gestionar los fondos y la estructura de su compensación (base y de éxito). La Figura 2 representa esquemáticamente el vínculo entre varios LPs y un GP en una *limited partnership*, de manera de invertir juntos en un nuevo vehículo de inversión (fondo de inversión).

Los LP comprometen capital con el GP en los términos recogidos en el LPA. Una vez que el GP encuentra una inversión conveniente, hace un *capital call*, solicitando a los LPs el monto de capital necesario para invertir.<sup>15</sup> Después de haber realizado la inversión y tomar control de la empresa, el nuevo directorio nombrará un nuevo equipo ejecutivo. En ese momento se firma un contrato entre el equipo ejecutivo y los LPs. Este contrato es llamado *management services agreement (MSA)*.

En una *limited partnership*, el GP está a cargo de la gestión del fondo y de la administración del proceso de compras de firmas individuales (firmas del portafolio) del fondo de PE. Es posible que también exista un comité de inversiones, encargado de revisar o aprobar las decisiones de inversión propuestas por los asesores. En ocasiones, estos fondos de inversión cuentan con un *Advisory Board* (Junta o Consejo Consultivo) integrado por un grupo de expertos con conocimiento de la industria para asesorar al fondo. A su vez, los fondos frecuentemente nombran un *Limited Partner Advisory Committee (LPAC)* integrado por varios LP que son elegidos para ser un canal de comunicación entre los LP y el GP, así como participar en la resolución de conflictos de interés, revisar las metodologías de valorización empleadas y aprobar decisiones como la extensión del vencimiento de un fondo.

---

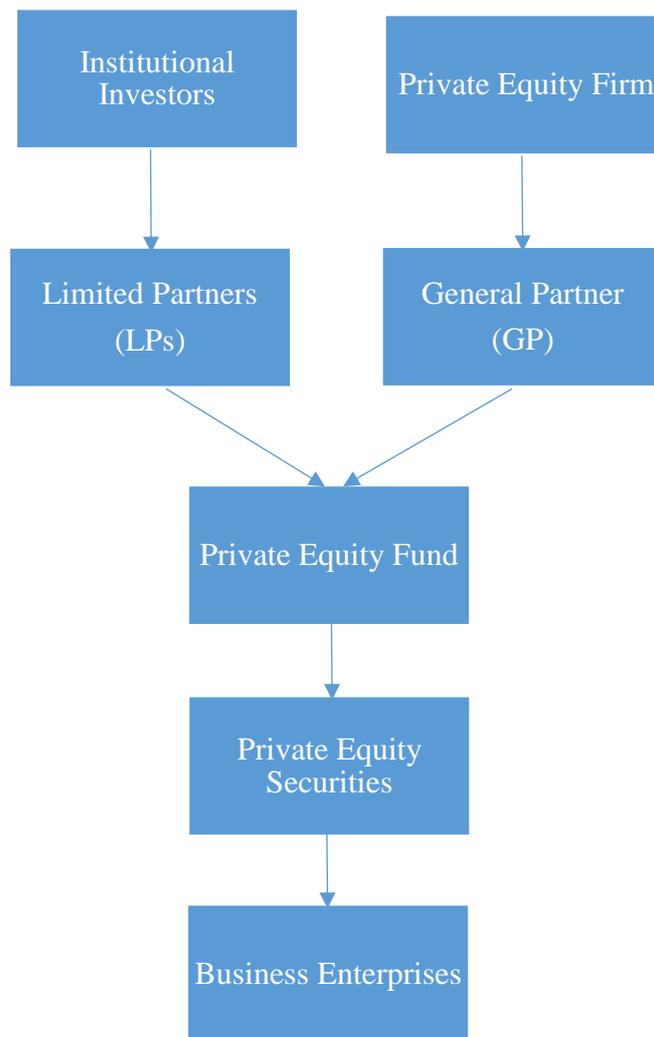
encargado a su vez de invertir. Mientras un *feeder fund* invierte en un solo fondo de PE, administrado por un gestor particular, un FOF podría invertir en varios fondos de varios gestores al mismo tiempo.

<sup>14</sup> Otra clase de vehículo de inversiones directas en capital de riesgo son los fondos corporativos de capital de riesgo (*corporate venture capital funds*) que son fondos propiedad de empresas que utilizan una parte de sus excesos de caja para realizar inversiones de capital de riesgo, como una manera de generar utilidades con los mismos. Esta modalidad es bastante habitual en empresas tecnológicas.

<sup>15</sup> Es importante destacar que los LP se comprometen también a realizar aportes adicionales de capital. El GP es el que decide el momento de hacer efectivo estos aportes a través de los *capital calls*. A fin de alinear los intereses de los LP y el GP, este último usualmente también compromete capital adicional a aportar al fondo.

Normalmente, las estrategias de salida (*exit strategies*) de estos vehículos de inversión que realizan inversiones en *private equity* consisten en implementar medidas para mejorar el desempeño de la empresa (por ejemplo reestructuraciones, cambios en administración, venta de activos, etc.), abriendo luego la empresa en bolsa a través de una oferta pública inicial (*initial public offering* o *IPO*) o vendiendo su participación a otro inversionista en forma privada.

**Figura 2: Vehículo de inversión (*limited partnership*).**



Las sociedades de responsabilidad limitada o *limited liability companies (LLC)* funcionan de manera muy similar a las *limited partnerships*. Sin embargo, otorgan más derechos y privilegios a los *LP*. Por ejemplo, se otorga más control sobre la venta de cuotas adicionales de la *LLC* a nuevos *LP*. De todas maneras, las *LLC* son menos usadas que las *limited partnerships*.

La inversión en infraestructura vía fondos de *private equity* o *private debt* en principio debería considerarse como el resto de las inversiones en los vehículos de capital privado. La mayoría de los fondos de infraestructura tienen estructuras tradicionales similares a las de los fondos cerrados de *private equity* con un administrador del fondo (*general partner* o *GP*) y un

aportante de capital (*limited partner* o *LP*). La relación *GP/LP* tiene generalmente una duración de 10-12 años. Adicionalmente, los niveles de las comisiones y otras estructuras también son similares a las de la industria de *private equity*. Las inversiones directas en infraestructura pueden ser a través de la figura de *public-private-partnerships (PPP)*, en la cual una empresa privada (el *private partner*) obtiene una concesión o licencia de parte del gobierno (el *public partner*) por un período determinado, permaneciendo la propiedad de los activos en manos del *public partner*.

Las inversiones en activos inmobiliarios pueden tomar la forma de inversiones en capital o deuda, ya sea en forma directa o a través de fondos de inversión privados o públicos. En el caso de las inversiones en instrumentos públicos, destacan los fideicomisos para la inversión en activos inmobiliarios (*real estate investment trusts* o *REITs*). Los *REITs* son carteras securitizadas, cuyos pagos están respaldados por activos inmobiliarios. La inversión en estos instrumentos tendría ventajas tales como: la mayor liquidez, costos de transacción relativamente bajos y una mayor transparencia. Otra modalidad de instrumentos públicos que permiten la exposición a activos inmobiliarios son los fondos negociables en bolsa (*exchange traded funds* o *ETFs*).

Las inversiones en activos forestales pueden ser canalizadas vía *REITs* o *ETFs* especializados o también pueden organizarse vía inversiones directas en vehículos con el objetivo de comprar y desarrollar tierras y bosques. En estos casos los inversores institucionales confían en lo que se llama *Timberland Investment Management Organizations (TIMOs)* para construir y manejar sus portafolios de activos forestales. Los *TIMOs* se ocupan de varios servicios: identificar las oportunidades para adquirir los activos productivos, gestionar los bosques y vender el producido en el momento indicado. En compensación, los *TIMOs* reciben un *asset management fee*, normalmente basado en el *net asset value (NAV)* del portafolio. Los vehículos para implementar estas inversiones son de características similares a los de *PE*: *limited partnerships (LP)* o *limited liability corporations (LLC)*. También pueden utilizarse los *REITs* privados.

De similar manera, las inversiones en tierras agrícolas pueden ser canalizadas via *REITs* o *ETFs* especializados. Los *REITs* especializados en agro suelen llamarse *Farmland Real Estate Investment Trust (F-REITs)*. Las inversiones directas de los inversores institucionales en agricultura pueden organizarse utilizando los vehículos habituales en *PE*: *limited partnerships (LP)* o *limited liability corporations (LLC)*. También pueden utilizarse los *REITs* privados.

La inversión en *commodities* puede hacerse a través de varios métodos: la compra física del *commodity*; invirtiendo en acciones de empresas que están involucradas en la producción, transporte y comercialización de *commodities*; invertir a través de contratos de futuros de *commodities*; comprar *commodity index swaps*; invertir en fondos mutuos o *ETFs* de *commodities* o comprar *commodity-linked notes* que son un instrumento de deuda de vencimiento intermedio, cuyo valor al vencimiento dependerá del valor del *commodity* o cesta de *commodities* subyacente.

## 2.6. Cobro de Comisiones

La mayoría de los fondos constituidos para realizar inversiones de capital privado, infraestructura, activos inmobiliarios, bosques y de activos agropecuarios tienen una estructura tradicional como la de los fondos cerrados de *private equity* con un administrador del fondo (*general partner* o *GP*) y un aportante de capital (*limited partner* o *LP*). El *limited partnership agreement* (*LPA*) regula la relación entre el *GP* y los *LP* durante toda la existencia del fondo y establece una comisión de monitoreo o administración pagada por los *LPs* al *GP* que tiene un componente fijo, típicamente 2% anual, sobre el capital comprometido, y una comisión variable, llamada *carried interest*, que usualmente es un 20% de las utilidades obtenidas por el fondo de inversión, si es que la Tasa Interna de Retorno (TIR) supera un valor establecido. La estructura de comisión fija más variable es usada en fondos de *PE* y en fondos de inversión para otros tipos de activos alternativos.

Además de las comisiones ya mencionadas, el *LPA* establece que pueden cobrarse comisiones adicionales al fondo. En la práctica existe cierta heterogeneidad en la comisión fija cobrada por los fondos y en las distintas comisiones cobradas por diversos servicios o por concepto de asesoramiento. Phalippou et al. (2018) analizan las distintas comisiones cobradas por gestores de inversiones de *private equity* en Estados Unidos y encuentran casos concretos en que los *GPs* llegaron a cobrar comisiones por un monto equivalente al 6% del patrimonio invertido en nombre de los *LPs*.

Existe una tendencia actual hacia un emparejamiento de las comisiones cobradas por los *GPs*: tanto la comisión fija como el *carried interest*. Esta realidad es especialmente marcada en los sectores de infraestructura y de inversiones inmobiliarias con gestores de vehículos de inversión que negocian comisiones base en el rango de 1,0% a 1,5%, mientras que el *carried interest* es, en algunos casos, fijado en el rango del 10%. Los fondos de deuda privada tradicionalmente también han empleado el modelo de comisiones 2/20 de los fondos de *PE*. De todas maneras, recientemente se ha visto un cambio en la magnitud de las comisiones para *PD*. Así, para algunos tipos de fondo de *PD*, los menos riesgosos, las comisiones habrían caído a niveles de 1/5 e inclusive 1/0 en algunos casos. Otra tendencia reciente es el cobro de la comisión fija sobre el capital efectivamente invertido por parte de los *LPs*, en lugar de cobrar sobre el capital comprometido, lo cual es el estándar en fondos de *PE*.

La estructura de comisiones cobradas por los *HF*s guarda en común el modelo de comisión fija más variable usado en otros vehículos de inversión para las inversiones alternativas, como los *limited partnerships* de *PE*. Sin embargo, mientras que en los fondos de *PE* el nivel mínimo para acceder a la comisión de desempeño suele estar fijo, en el caso de los *HF*s este nivel mínimo se conoce como *high-watermark* y se calcula como el valor más alto que tuvo el fondo previamente y para el cual se pagó la comisión de compensación en el pasado. Por lo tanto, este nivel mínimo debería ser creciente en el tiempo.

Es importante destacar que recientemente han aparecido esfuerzos importantes tendientes a estandarizar y transparentar las comisiones cobradas por los *GPs*. Por ejemplo, en Estados Unidos la *Securities and Exchange Commission* (*SEC*) comenzó en 2010 un recorrido con el objetivo de analizar las prácticas en cuanto a cobros de comisiones y gestiones de los

conflictos de interés en la industria de *private equity*. En los últimos años, la SEC ha realizado importantes investigaciones y anuncios emprendiendo acciones contra los administradores que no dieran a conocer adecuadamente sus comisiones y gastos. A nivel de la industria, la Institutional Limited Partners Association (ILPA), que agrupa a importantes *LPs* institucionales está promoviendo la adopción de un formulario estandarizado para el reporte de gastos y comisiones por parte de los *GPs*.<sup>16</sup>

### 3. Buenas Prácticas para la Inversión en Activos Alternativos

---

En esta sección se presentan las buenas prácticas para la gestión de riesgo de las inversiones en activos alternativos emitidos por distintas organizaciones, tales como: International Organization of Pension Supervisors (IOPS), Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Institutional Limited Partners Association (ILPA), CFA Institute (CFA), International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV).

#### 3.1. Buenas Prácticas IOPS<sup>17</sup>

La IOPS destaca una serie de buenas prácticas en que deben focalizarse las autoridades supervisoras y reguladoras de fondos de pensiones (FP), respecto de la gestión de riesgo de la inversión en activos alternativos. La definición de estas buenas prácticas de la IOPS está basada en la realidad que las inversiones alternativas tienen características distintas a las inversiones tradicionales. En concreto las inversiones alternativas tienen una mayor dependencia de la capacidad del gestor para obtener retornos, una transparencia limitada y ausencia de *benchmarks* relevantes, sufren la falta de liquidez de las inversiones subyacentes, implican la aplicación de productos financieros innovadores y derivados y el uso de un amplio apalancamiento. Por ende, la evaluación y gestión de riesgos de estas inversiones es particularmente importante, y probablemente tenga características sustancialmente diferentes y más complejas que la gestión de riesgos de las inversiones tradicionales.

Como punto de partida, la IOPS recomienda que cada FP realice una evaluación de los riesgos asumibles al realizar inversiones en activos alternativos (Buena Práctica 1). Las autoridades supervisoras deben solicitar que los fondos de pensiones actúen con debida diligencia y la IOPS establece varios aspectos claves que se deben considerar para la gestión de riesgos de las inversiones alternativas: riesgo de liquidez, riesgo operacional, riesgo de contraparte, riesgo de reputación, riesgos derivados de la subcontratación, transparencia limitada, debilidades de valoración y aspectos de control y conflictos de intereses. La IOPS recomienda que cada FP evalúe si las inversiones a analizar están alineadas con las definiciones de riesgo y retorno presentes en sus definiciones estratégicas (Buena Práctica 2). El proceso de selección con respecto a las inversiones alternativas debería estar en línea con la política de inversión estratégica del fondo.

Dada la complejidad de las inversiones alternativas, la IOPS establece que el *due diligence* es la etapa más importante del proceso de inversión en fondos alternativos, sobre todo porque permite a los interesados confirmar si su entendimiento de las inversiones es correcto (Buena

---

<sup>16</sup> Ver: <https://ilpa.org/reporting-template/get-template/>

<sup>17</sup> Ver Anexo 1 para encontrar la traducción de las seis buenas prácticas recomendadas por la IOPS.

Práctica 3).<sup>18</sup> El proceso de *due diligence* puede dividirse en tres áreas de interés: personas, procesos y desempeño. La evaluación de las personas se refiere tanto a la administración como al personal, priorizando la evaluación del riesgo de integridad y de la experiencia del equipo directivo. La evaluación de los procesos implica el análisis de factores tales como la organización del fondo de inversión, los procesos operativos y de gestión de riesgos, el proceso de inversión y los procesos de subcontratación a terceros. La evaluación del desempeño debe incluir una evaluación de la forma en que se realiza la valoración del fondo y, en la medida de lo posible, un análisis del historial de la administración. Los fondos de pensiones deben evaluar varios aspectos clave en las valoraciones de las inversiones alternativas: la metodología de valoración utilizada, los procedimientos de validación y *backtesting*, la verificación de la independencia y la frecuencia de las valoraciones.

Las inversiones alternativas son complejas y los fondos de pensiones deben ser muy detallistas al establecer los términos de cualquier contrato firmado entre un FP y un gestor de inversiones alternativas. Estos contratos deben establecer los límites precisos de los riesgos identificados con objeto de limitar posibles pérdidas y establecer los mecanismos para llevar a cabo una adecuada gestión del riesgo (Buena Práctica 4). El cumplimiento de las condiciones del contrato debe ser controlado de forma regular y sistemática por los fondos de pensiones. El monitoreo frecuente y activo del rendimiento del fondo y de los gestores de los fondos, verificando el cumplimiento de los acuerdos, permite a un fondo de pensiones intervenir en una etapa temprana, si es necesario. Tener una interacción regular con los gestores de las inversiones alternativas puede facilitar mucho el proceso de monitoreo del fondo de pensiones. La IOPS recomienda que los FP utilicen estructuras de responsabilidad limitada, con el fin de evitar pérdidas derivadas de responsabilidad civil (ver Sección 2.5).

La comunicación de un fondo de pensiones con las partes interesadas debe ser transparente respecto de sus políticas en materia de inversiones alternativas y de los objetivos que se pretenden lograr (Buena Práctica 5). Dado el nivel potencial de malentendidos y debates que rodean a las inversiones alternativas, los fondos de pensiones necesitan comunicar sus políticas de inversión y prácticas de gestión de riesgos de manera clara y adecuada a las partes interesadas. Esto puede ayudar a manejar el riesgo de reputación del fondo de pensiones.

La IOPS recomienda que cuando se utilice la contratación externa, el fondo de pensiones siga siendo responsable de la adecuada gestión de riesgos de las inversiones alternativas y, por lo tanto, asegure dicha gestión (Buena Práctica 6). En caso de subcontratación, la gestión de riesgos del fondo de pensiones se centra en el proceso de selección, la negociación del contrato, la evaluación y monitoreo del proceso de gestión de riesgos y otros aspectos de las partes a las que se han subcontratado tareas. La cuestión clave a evaluar es cómo los fondos de pensiones aseguran que la parte de la subcontratación lleve a cabo una gestión de riesgos apropiada para las tareas delegadas.

---

<sup>18</sup> El *due diligence* es clave, además, dado que las inversiones en activos alternativos están normalmente sujetos a una menor supervisión regulatoria y por ende se requiere de una extensa investigación al respecto.

### 3.2. Recomendaciones de OCDE

Las Directrices de la OCDE respecto a la Gestión de Activos de los Fondos de Pensiones (OCDE (2006)) constituyen una guía amplia para la inversión de los Fondos de Pensión que puede ser aplicada a las inversiones en activos alternativos. Los principios de la OCDE aportan el estándar de persona prudente como principio básico para la gestión de activos previsionales con miras a la seguridad de las inversiones, la rentabilidad y la liquidez.

Los responsables de la gestión de las inversiones del fondo de pensión deben establecer una política de inversión que debe ser un documento escrito que establezca los objetivos de inversión del fondo, teniendo en cuenta sus compromisos con los aportantes y especificando los niveles de riesgo aceptables y adecuados. La política de inversión debe establecer objetivos de inversión claros para el fondo de pensiones que sean consistentes con el objetivo de ingresos de jubilación del fondo de pensiones y, por lo tanto, con las características de los pasivos del fondo de pensiones y con el grado aceptable de riesgo para el fondo de pensiones y sus beneficiarios. La política de inversión debe, como mínimo, identificar la estrategia de asignación estratégica de activos para el fondo de pensiones (la combinación de activos a largo plazo en las principales categorías de inversión), los objetivos de desempeño general para el fondo de pensiones y los medios de monitoreo. La política de inversión debe considerar la necesidad de una adecuada diversificación y gestión de riesgos, el vencimiento de las obligaciones y las necesidades de liquidez del fondo de pensiones y cualquier limitación legal específica en la asignación de las carteras.

Se reconoce que el uso de algunos límites de inversión puede ser necesario para asegurar un mínimo grado de diversificación. Adicionalmente se recomienda como método de valoración de los activos el uso de valor de mercado actual o una metodología justa de mercado.

### 3.3. Principios de ILPA para Private Equity (PE)

Los Principios ILPA de *Private Equity* (ILPA (2011)) apuntan a mejorar el funcionamiento de la industria de *PE*, con foco en fomentar la interacción entre los *limited partners (LPs)* y los *general partners (GPs)*. Los principios se dividen en temas de: alineación de intereses; gobernanza; y transparencia. Además, ILPA entrega lineamientos para la formación y el funcionamiento del *Limited Partner Advisory Committee (LPAC)*, cuya función es ser un canal de comunicación con cada *GP* y un espacio para que los *LPs* puedan manifestarse.

Los principios de ILPA sobre alineación de intereses entre los *LPs* y el *GP* incluyen consideraciones sobre: las formas para calcular el *carried interest (carry)*; la magnitud y el *timing* del cobro de las comisiones de gestión del *GP*; la recomendación de que el *GP* realice aportes de capital; los estándares de conducta de las *key-persons* y algunas consideraciones para la evaluación de las posibles extensiones del período de vencimiento de los fondos. Los principios de ILPA sobre gobernanza incluyen consideraciones sobre la formación de los equipos, la implementación de las estrategias de inversión y la resolución de los posibles conflictos de interés y de las situaciones imprevistas. Los principios de ILPA sobre transparencia incluyen consideraciones sobre el detalle de la información que el *GP* debe entregar en tiempo y forma a los *LPs* y viceversa.

## Alineación de Intereses

En las sociedades en comandita o *limited partnerships* los inversores institucionales (*LPs*) comprometen capital con el *GP*. Una vez que el *GP* encuentra una inversión conveniente, hace un *capital call*, solicitando a los *LPs* el monto de capital necesario para invertir. Es fundamental que los intereses del *GP* – que actúa como un socio gestor/operador – estén alineados con los de los *LPs*. ILPA indica que esta alineación de intereses se consigue cuando las ganancias del *GP* están derivadas del *carried interest* y de los retornos a sus propias contribuciones de *equity* en los fondos gestionados y de estructuras de remuneración basadas en que cada *GP* cobre sus *fees* luego que los *LPs* hayan obtenido sus retornos.

La estructura *waterfall* (en cascada) se refiere al orden en que un fondo de capital privado paga las distribuciones después de que las inversiones se hayan liquidado. La estructura de cascada implica que los *LPs* reciban su capital invertido primero, luego obtengan el rendimiento preferido, siendo el último tramo el exceso de rendimiento neto del traspaso al *GP*. ILPA recomienda esta mejor práctica: *all-contributions-plus-preferred-return-back-first*. Bajo esta modalidad primero el fondo debe devolver todo el capital que ha sido llamado a los *LPs* y después de esto el *GP* puede cobrar su comisión por desempeño. El *carry* debería cobrarse sobre los ingresos netos después de impuestos, no en función de los beneficios brutos.

ILPA recomienda que los *management fees* pagados al *GP* sean razonables en el sentido que las comisiones por administración deberían cubrir todas las operaciones normales del *GP*, tales como: costos fijos, compensaciones al personal, estructuración de inversiones, interacciones con los *LPs*, etc. Al momento de la formación de un nuevo fondo, el *GP* debería entregar como referencia un modelo de comisiones a cobrar a los *LPs*.

ILPA destaca que una manera importante de alinear los incentivos de los *LPs* con los del *GP* es que el *GP* tenga un compromiso de capital considerable en el fondo y este compromiso debe ser entregado en efectivo (no vía descuento en comisiones). El *GP* no debería poder coinvertir en empresas seleccionadas sino que todo su capital debería invertirse a través del vehículo colectivo.

ILPA propone varias consideraciones con respecto a las conductas permitidas a algunas personas que tienen un estándar de *key-persons*. Las *key-persons* deberían dedicar una parte sustancial de su tiempo al fondo de inversión.

ILPA propone varias consideraciones para un *GP* que puede gestionar / operar varios fondos de inversión. El *GP* no debería cerrar o actuar como *GP* de un fondo con objetivos de inversión y políticas similares, sino hasta que el fondo se haya cerrado o que el fondo haya terminado de invertir.

Todas las comisiones generadas por una parte vinculada al *GP* deberían ser aprobadas por la mayoría del *LPAC*.

En caso que pueda ser conveniente evaluar una extensión en el plazo de un fondo de inversión, ésta solo debería ser permitida en incrementos de un año y debería ser aprobada por la mayoría del LPAC o los LPs.

## Gobernanza

Normalmente las inversiones en PE están basadas en un acuerdo que prevé un compromiso de inversión de los LPs y un alto grado de discreción del GP (*limited partnership agreement (LPA)*). Estas inversiones están basadas en la confianza de los LPs en el GP y en el entendimiento de los LPs de la estrategia y los parámetros de la inversión. Los principios de ILPA sobre gobernanza incluyen consideraciones sobre: la importancia del equipo del GP, la definición clara de una estrategia de inversión y las normas que favorecen el deber fiduciario del GP. Además, dado que no es factible que un LPA prevea todas las circunstancias posibles, ILPA destaca el rol del *Limited Partner Advisory Committee (LPAC)* que normalmente está integrado por varios LPs que son elegidos para ser un canal de comunicación entre los LP y el GP. Algunas de las funciones del LPAC incluyen participar en la resolución de conflictos de interés, revisar las metodologías de valorización empleadas y aprobar decisiones como la extensión del vencimiento de un fondo.

Reconociendo que, en muy buena parte, la confianza del LP en el GP está basada en la composición del equipo del GP, ILPA recomienda que los LPs deban ser notificados de cualquier cambio en el equipo. Incluso, los cambios a las provisiones *key-man* deberían ser aprobados por la mayoría del LPAC o los LPs. En un caso extremo, cada vez que se gatille un evento de *key-man* (por ejemplo, en casos de fraude, incumplimiento material de deberes fiduciarios, mala fe, negligencia, etc.), debería suspenderse automática e indefinidamente la inversión, a menos que la mayoría de LPs decida lo contrario. Más aún, cualquier situación que impacte la habilidad del GP para cumplir con el tiempo y la dedicación establecidos debe ser comunicada a los LPs y al LPAC.

Por otro lado, buena parte de la confianza del LP en el GP está basada en la definición de una estrategia de inversión que refleje una propuesta de valor. El objetivo de inversión del fondo debe delinear claramente esta estrategia de inversión, definiendo explícitamente toda autoridad para invertir en instrumentos públicos y conteniendo los límites de inversión apropiados, los límites de concentración en industria y tal vez ciertos límites a la velocidad de inversión, si son apropiados. Si bien no es aplicable al caso uruguayo, ILPA establece que el GP debería tomar en cuenta restricciones que pueda tener un LP para invertir en ciertas jurisdicciones.

ILPA recomienda un conjunto de principios que favorezcan el compromiso del GP con su deber fiduciario. En concreto, ILPA establece que el GP debe transparentar y discutir todos los conflictos de interés con el LPAC y que los LPs – con ciertas mayorías – deben tener la potestad de remover al GP o terminar el fondo si hay razones fundadas.

ILPA destaca el rol de los auditores independientes que deben presentar su visión de las valorizaciones y otros temas relevantes anualmente al LPAC. En casos en que los intereses del

*GP* no están bien alineados con los de los *LPs* en temas relevantes, el *LPAC* debería poder contratar asesorías externas con cargo a los fondos de inversión.

ILPA recomienda establecer en el *LPA* los distintos términos y condiciones de cada fondo y que ésta sea la base para la relación de largo plazo en una *limited partnership*. De todas maneras, un *LPA* debe aportar la flexibilidad para que los *LPs* y el *GP* puedan adaptarse a cambios. Siempre y cuando se garantice una adecuada protección al *GP*, los *LPs* deberían tener la opción de suspender o cerrar un fondo.

ILPA destaca el rol y las funciones del *LPAC* que generalmente no tienen que ver con un rol directo en la gobernanza de un fondo sino que se limitan a revisar y aprobar transacciones con posibles conflictos de interés y metodologías de valorización. Además, el *LPAC* debe discutir con el *GP* temas tales como: auditores, *compliance*, asignaciones de gastos, conflictos, y cambios en equipos de trabajo.

### **Transparencia**

El *GP* debe proporcionar información financiera, de gestión de riesgos, operativa, de cartera y transaccional detallada con respecto a las inversiones del fondo. Esto permite a los *LPs* cumplir con eficacia sus tareas fiduciarias. Los *LP* deben mantener una estricta confidencialidad, en atención al propio requerimiento de transparencia hacia el *GP*.

ILPA propone que el *GP* actúe con la mayor transparencia en los siguientes asuntos:

- **Management fees y otras comisiones.** Todas las comisiones generadas por el *GP* deben ser informadas, así como todas las comisiones generadas por partes relacionadas con el *GP*.
- **Capital calls y distribuciones.** Los *capital calls* y distribuciones deben informarse en el formato ILPA.
- **Asuntos legales, regulatorios y posibles contingencias.** En caso de ocurrencia, los siguientes eventos deben informarse a los *LPs*: investigaciones de los supervisores de cualquier jurisdicción; contingencias o posibles obligaciones materiales; incumplimientos en la entrega de información. El *GP* también debe informar en casos de cambios en su propiedad accionarial o la apertura de nuevos fondos.
- **Administración del riesgo.** Los reportes anuales del *GP* deben informar sobre riesgos de: concentración, tipo de cambio, apalancamiento, cambios en condiciones de salida de inversiones, estrategia, reputación, medioambientales, sociales y corporativos.
- **Información financiera.** El *GP* debe entregar reportes trimestrales y anuales con toda la información relevante para un *LP*.

### **Formación del LPAC**

Las funciones del *LPAC* tienen que ver con la posibilidad de ofrecer *feedback* y consejo al *GP* y, si es apropiado, ser un mecanismo de comunicación entre los *LPs* y el *GP*.

ILPA recomienda que el *GP* siga un protocolo que contemple la emisión de una invitación formal a los *LPs* para formar parte del *LPAC*, la formulación de las responsabilidades del *LPAC* y el cronograma de las reuniones. Los *LPAC* deberían reunirse en forma presencial al menos dos veces al año, aunque una minoría de tres o más miembros deberían poder convocar reuniones adicionales. El *LPAC* debe establecer mecanismos de votación y una agenda de trabajo.

Los miembros del *LPAC* no deberían ser remunerados, pero sí deberían recibir un reembolso razonable por gastos asociados a pertenecer a este comité por parte del administrador del fondo.

### 3.4. Global Investment Performance Standards (GIPS) del CFA Institute

El CFA Institute ha elaborado una serie de estándares para proporcionar un marco para el cálculo y la presentación del historial de desempeño de las inversiones de una firma de gestión de inversiones. Los GIPS son un conjunto de estándares y buenas prácticas basados en los principios fundamentales de divulgación completa y representación justa de los resultados de desempeño. Las disposiciones dentro de los estándares GIPS se clasifican en requisitos y recomendaciones. El cumplimiento con las normas GIPS implica que las empresas deben cumplir todos los requisitos y considerar implementar tantas recomendaciones como sea posible. Además, las empresas que adhieran a los estándares GIPS deben documentar las políticas y procedimientos necesarios para lograr la adhesión a los mismos.

GIPS especifica varios requerimientos a usar para la presentación de información (*disclosure*):

- Las empresas deben presentar información precisa y las definiciones usadas para calcular los activos totales;
- Las empresas deben presentar información sobre cómo establecen sus *benchmarks* y las modificaciones en su definición;
- Las empresas deben presentar información precisa y las definiciones usadas para determinar la valuación de sus portafolios y el cálculo del *performance*;
- Se debe presentar toda la información relativa al uso de apalancamiento, derivados o posiciones *short*;
- La información de los retornos brutos de comisiones debe especificar información sobre si hay otras comisiones que se resten además de los gastos de transacción;
- La información de los retornos netos de comisiones debe especificar información sobre si hay deducciones adicionales a las comisiones de administración y gastos de transacciones;
- Las empresas deben presentar información precisa en materia impositiva.

GIPS presenta requerimientos y recomendaciones específicas para las inversiones en *PE* y en activos inmobiliarios.

## **Inversiones en PE**

Las inversiones en *PE* deben valorizarse de acuerdo a una metodología de valor razonable o valor justo (*fair value*) y a los principios GIPS sobre valorización. Las inversiones en *PE* deben valorizarse al menos una vez al año y cada empresa debe evaluar la recomendación de realizar estas valuaciones trimestralmente. Las firmas deben informar las metodologías de valorización usadas para *PE* en el período más reciente y transparentar cambios materiales en las políticas y metodologías de valorización. Si la firma se adhiere a cualquier otro grupo de principios distintos a los GIPS, debe informarlo. Las firmas deben ser transparentes acerca de la metodología de cálculo de los *benchmarks*, reflejando que el mismo representa el mandato, los objetivos y las estrategias de inversión de la empresa.

Cada año, la empresa debe informar la TIR desde la creación del fondo (*Since Inception Internal Rates of Return* o *SI-IRR*). La *SI-IRR* debe calcularse usando flujos de caja diarios. Se deben incluir distribuciones de acciones en los flujos de caja que deben ser valoradas en el mismo momento de la distribución. La empresa debe presentar la información de los retornos brutos de comisiones – especificando las comisiones que se deban considerar además de los gastos de transacción – y la información de los retornos netos de comisiones – especificando todas las deducciones aplicadas además de las comisiones de administración y gastos de transacciones. Los retornos netos de comisiones deben ser netos de comisiones de administración (incluyendo comisiones de éxito, *carried interest*).

Inicialmente, las empresas deben presentar la información de *SI-IRR* en el período de los 5 (cinco) años recientes (o desde la creación del fondo) habiendo cumplido con los estándares de GIPS y luego ir presentando anualmente un año adicional de *performance*.

Los fondos primarios y los fondos de fondos deben incluir una definición por año (*vintage year*) y mandato de inversión, objetivo o estrategia. El objetivo de inversión del fondo debe ser coherente a lo largo de su ciclo de vida.

Las firmas deben informar anualmente todos los aportes de capital y distribuciones de pagos desde la creación del fondo. Los fondos de fondos deben informar los activos subyacentes en los que invierten la segunda capa de fondos. Las firmas deben informar la fecha final de liquidación para fondos liquidados.

En el caso de las inversiones en fondos de fondos, todos los retornos deben ser netos de todas las comisiones pagadas a los distintos gestores (subyacentes), incluyendo comisiones de éxito.

## **Inversiones en Activos Inmobiliarios**

Las inversiones en activos inmobiliarios deben ser valorizadas al menos trimestralmente de acuerdo a la metodología de valor razonable (*fair value*) y, además, deben ser tasadas externamente al menos una vez al año (o en la frecuencia solicitada por el inversionista) por medio de un tasador certificado profesionalmente y que sea independiente. En los mercados en los que no sea habitual contar con tasadores certificados la empresa debe dar los pasos necesarios para contar con tasadores inmobiliarios con las mejores capacitaciones.

Se debe calcular la rentabilidad de la cartera de activos inmobiliarios al menos trimestralmente y dicha rentabilidad debe ser neta de los costos de transacción incurridos. La empresa debe presentar la información de los retornos brutos de comisiones – especificando las comisiones que se deban considerar además de los gastos de transacción – y la información de los retornos netos de comisiones – especificando todas las deducciones aplicadas además de las comisiones de administración y gastos de transacciones. Los retornos netos de comisiones deben ser netos de comisiones de administración (incluyendo comisiones de éxito, *carried interest*).

Se debe informar a los inversionistas respecto a la metodología de valorización utilizada internamente, así como respecto a cambios significativos en dicha metodología.

### **GIPS Valuation Principles**

GIPS presenta los principios de valuación que son requeridos como parte del cumplimiento de sus estándares. Las normas GIPS requieren que las empresas apliquen una metodología de valor razonable. Los principios de valoración de GIPS, incluida la definición de valor razonable, están alineados con el trabajo realizado por el International Accounting Standards Board (IASB) y el Financial Accounting Standards Board (FASB).

El valor razonable se define como el monto en el cual una inversión podría transarse en una transacción entre dos partes que actúan con conocimiento y prudencia. La valoración debe determinarse utilizando el precio de mercado observable (y no ajustado) de un activo idéntico en la fecha de medición relevante, si está disponible. En la ausencia de un precio de mercado observable para una inversión idéntica, la valoración debe representar la mejor estimación de la empresa del valor de mercado. Las valuaciones en mercados ilíquidos o donde es difícil encontrar activos idénticos presentan dificultades y GIPS ofrece una serie de pasos y una jerarquía a seguir para evaluar las opciones de valuación en esos casos.

### **3.5. Recomendaciones de IPEV**

La guía de International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) contiene un conjunto de recomendaciones de las mejores prácticas actuales en la valoración de inversiones en *PE* que pueden ser aplicables para valorar un rango amplio de inversiones alternativas (*venture capital*, *buyouts*, infraestructura, deuda privada, etc). Las recomendaciones de IPEV cumplen con la normativa de International Financial Reporting Standards (IFRS) y United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP). Las recomendaciones entraron en efecto en enero de 2019 y promueven el uso de una metodología de valuación basada en la estimación del valor razonable (*fair value*).

IPEV recomienda que los fondos de *PE* mantengan una política escrita que defina la metodología y procedimientos utilizados para las valuaciones y la documentación de los insumos utilizados y los supuestos realizados. Además, IPEV recomienda trabajar con un comité con miembros independientes / externos para revisar las metodologías de valuación y usar *backtesting* como parte del proceso de valuación.

El valor justo de cada inversión debe ser obtenido en cada fecha de medición. En la estimación del valor justo de una inversión, el valorador debe aplicar una o más técnicas apropiadas

teniendo en cuenta la naturaleza, los hechos y circunstancias de la inversión y debe usar información de mercado actual e *inputs* combinados con supuestos razonables. IPEV requiere consistencia en el uso de una técnica de valuación para inversiones similares.

El valor justo de un activo debe ser estimado utilizando la perspectiva del *market participant* y las condiciones de mercado en la fecha de la medición con independencia de las técnicas de valorización usadas. Para valoraciones de *PE*, IPEV recomienda valorar el *enterprise value* (*EV*) estimado a partir de una venta hipotética del capital invertido. En primer lugar, IPEV recomienda determinar el *EV* de la inversión, utilizando las técnicas de valuación apropiadas y luego realizar algunos ajustes que pueden ser relevantes. En concreto, IPEV recomienda:

- Ajustar el *enterprise value* por factores que el *market participant* tomaría en cuenta tales como *surplus assets* o *excess liabilities* y otras contingencias y factores relevantes, para derivar un *enterprise value* ajustado de la compañía;
- Deducir de este monto el valor de cualquier instrumento financiero rankeado por sobre el más alto ranking (por orden de prelación) de un instrumento del fondo en un escenario de venta de la compañía y tomar en cuenta el efecto de cualquier instrumento que pueda diluir las inversiones del fondo para obtener el *attributable enterprise value*;
- Prorratear el *attributable enterprise value* entre los instrumentos financieros relevantes de la compañía de acuerdo a su ranking;
- Asignar los montos obtenidos de acuerdo a las posiciones del fondo en cada instrumento financiero, representando su valor justo.

## 4. La Experiencia de Chile

---

En esta sección se presenta un resumen de la experiencia de los fondos de inversión chilenos desde el 1993 hasta hoy en materia de estructuración y el diseño de los vehículos de inversión (Sección 4.1). Asimismo, presentamos una síntesis de las recomendaciones actuales de las mejores prácticas para el gobierno corporativo de estos fondos (Sección 4.2). Además, se presenta una síntesis del camino recorrido por las AFP chilenas en lo que tiene que ver con la gestión de las inversiones en activos alternativos (Secciones 4.3 y 4.4).

### 4.1. La Experiencia de Chile de 1993 y Posterior<sup>19</sup>

En Chile, hacia fines de 1993 se modificó la Ley 18.815 (vigente desde 1989) referida a fondos de inversión, que permitió la creación de los fondos llamados inicialmente “mobiliarios”, “inmobiliarios” y de “desarrollo de empresas”. Estos fondos de inversión, a pesar de las diferencias formales, guardan muchas similitudes con los fideicomisos en los que hoy pueden invertir las AFAP uruguayas. Se denominan “no rescatables” incluso en la nueva legislación (Ley Única de Fondos, LUF, de 2013) que reemplazó a la citada ley.<sup>20</sup> Si bien en las modificaciones posteriores a la Ley 18.815 se dejó de distinguir entre las denominaciones de diferentes tipos de fondo, originalmente los fondos denominados mobiliarios invertían en instrumentos de sociedades anónimas abiertas, tales como bonos y acciones. Los

---

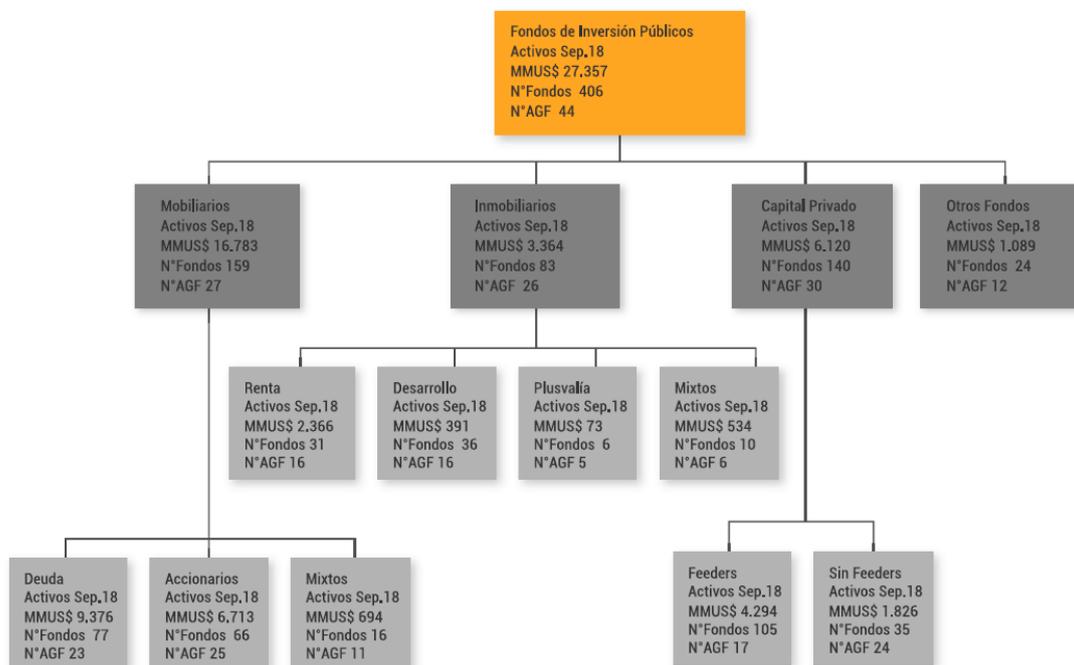
<sup>19</sup> Ver: [http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1359\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-1359_doc_pdf.pdf)

<sup>20</sup> Ver: [https://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-15739\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-15739_doc_pdf.pdf)

inmobiliarios, como su nombre lo indica, invertían en diversas clases de activos relacionados al sector inmobiliario (desarrollo de proyectos e inversión para renta) y los de desarrollo de empresas, típicamente en empresas cerradas, incluyendo infraestructura, guardando similitud con lo que internacionalmente se conoce como *private equity*. Dichos fondos no podían tener el control de ninguna de las sociedades en las que invertían, lo que – por otro lado – garantizaba la co-participación de otros inversionistas como socios principales en las inversiones subyacentes. Si bien estos fondos de inversión nunca fueron cuantitativamente importantes en las carteras de los fondos de pensiones, en rigor, la inversión en “activos alternativos” ha estado presente en los fondos de pensiones chilenos durante los últimos 26 años.

Los fondos de pensiones fueron (y aún son) los principales inversionistas en estos fondos de inversión. Una de las razones más importantes por las que las AFP invirtieron inicialmente en este tipo de fondos era que el límite de inversión en renta variable se encontraba copado y la inversión en el extranjero estaba recién comenzando, permitiéndose sólo para bonos de muy bajo riesgo. Por lo tanto, buscando mayores rentabilidades, se recurrió a este tipo de inversiones. El tamaño de los fondos no rescatables chilenos hacia fines de 2018 ascendía a US\$27,4 mil millones de dólares, habiendo 406 fondos distintos. Sin embargo, de ese total, los *feeders*, correspondientes a vehículos que invierten el capital privado extranjero, representaban un 15,7% del total. La Figura 3 ilustra la realidad actual de los fondos de inversión de la Asociación Chilena de Administradores de Fondos de Inversión (ACAFI).

**Figura 3: Fondos de Inversión en Chile (2018)**



Fuente: ACAFI

Existe evidencia de que un número reducido de los primeros fondos de inversión chilenos fueron exitosos; entre ellos se cuentan algunos fondos mobiliarios e inmobiliarios. De todas maneras, el costo de aprendizaje inicial por parte de las AFP y de los gestores fue importante.

Por ejemplo, la evidencia anecdótica indica que, en varios casos, los gestores de los primeros fondos de inversión en Chile no tenían la experiencia ni el *background* adecuado para manejar este tipo de inversiones.<sup>21</sup>

La experiencia inicial de los fondos de inversión chilenos permite identificar algunos errores en la estructura de las comisiones que en algunos casos dio incentivos inadecuados para los gestores. Por ejemplo, cuando hay comisiones de éxito crecientes en función de la rentabilidad y se pagan año a año, hay incentivos para acumular y reconocer rentabilidades de manera brusca, resultando en pagos de comisiones de éxito incluso si un año la rentabilidad es “alta” y al siguiente, negativa, anulando toda la rentabilidad del año anterior. Para solucionar esto parcialmente se puede utilizar lo que se denomina “*high-watermarks*” (como en el caso de los *hedge funds* descrito anteriormente), esto es, que la siguiente comisión de éxito se puede cobrar sólo si el valor de la cuota supera el valor que dio origen a la comisión de éxito anterior en un cierto porcentaje. Una alternativa preferible es que las comisiones de éxito se liquiden junto con el fondo y que eventualmente se devuelvan aquellas que fueron cobradas de manera injustificada *ex post* (*claw back*).

Otro error típico en el diseño de las comisiones de éxito fue usar como rentabilidad de referencia o *benchmark* la TIR de un bono estatal. No se trata de que éste *per se* sea un error, sino que puede producirse por la forma de cálculo de la comisión de éxito. En efecto, incluso si hipotéticamente se mantuviera sólo una cartera de bonos, si las tasas de interés caen significativamente, las ganancias registradas por mayor valoración (dadas las caídas de tasas) superarían los niveles de las tasas de interés (iniciales y finales) y esto daría origen a comisiones de éxito completamente injustificadas. Entonces, sería necesario comparar las ganancias acumuladas (no la TIR) de invertir en bonos versus haber invertido en el fondo. Por ejemplo, suponiendo que el objetivo de inversión del fondo es a dos años, si sólo se invirtiera en un bono cero cupón a 10 años con TIR de 8% y luego se vende al cabo del segundo año (cuando el plazo remanente es de 8 años) y la TIR del bono es 5%, la ganancia acumulada será 46% (20,9% anual). En este caso no tiene sentido comparar el desempeño del negocio (fideicomiso) ni con la TIR inicial de 8% ni con la TIR final de 5%. Lo que correspondería es determinar si agregó valor con respecto a la ganancia acumulada de 46% para determinar si corresponde pagar comisiones de éxito.

Aún otro ejemplo de errores en la estructura de compensaciones de algunos fondos de inversión chilenos es el vinculado al impacto del cambio contable a IFRS que debió materializarse en Chile a fines de los años 2000, que implicó el reconocimiento de los activos a “valor justo”. Dichos valores en general eran mayores que el costo histórico registrado en las contabilidades de los fondos, por lo que el cambio de nivel, producto de un cambio contable, significó pagar mayores remuneraciones fijas a los administradores de los fondos de inversión.

---

<sup>21</sup> Hubo un connotado caso de estafa (ISACRUZ) que tomó un tiempo desproporcionadamente alto de los ejecutivos de las AFP en sus conversaciones con las autoridades, lo que hizo se procediera con mayor cautela y lentitud en este tipo de inversiones. Ver: <http://repositorio.uchile.cl/handle/2250/127337>

En cuanto al plazo de los fondos, en general se cometió el error de no acotarlos. Por ejemplo, el fondo de inversión Las Américas Emergente, administrado por Penta AFI, que invertiría en empresas cerradas y que posteriormente se especializó en *equity* de infraestructura, tenía un plazo muy largo, de 40 años, renovable. Además, en el caso de terminar y liquidar alguna inversión, no existía la obligación de repartir las utilidades a los aportantes (lo cual sería recomendable y lógico). La ley aún establece el requisito de repartir sólo un 30% de las utilidades líquidas.

Relacionado a los plazos, también deben considerarse los mecanismos de salida de los aportantes. Inicialmente muchas de las inversiones se hicieron sin explicitar anticipadamente dichos mecanismos. Al tratarse de sociedades cerradas e inversiones ilíquidas no era evidente cómo resolver este problema. Posteriormente, en muchos casos los controladores de los activos subyacentes (por ejemplo, las sociedades concesionarias) accedieron a realizar pactos de accionistas con los gestores de los fondos de inversión (en parte para ganar la buena voluntad de las AFP) que contemplaban cláusulas del tipo *right of first refusal* y *tag along*, lo que significaba que si el controlador del subyacente (de la concesionaria, por ejemplo) decidía vender a terceros su participación en la sociedad, debía dar la opción de llevar consigo al fondo de inversión en su calidad de accionista minoritario. También suelen establecerse requisitos de apertura en bolsa al cabo de un tiempo o luego de cumplir ciertas condiciones.

El vital asunto de los compromisos de aporte de capital, inicialmente tampoco estaba bien definido en las leyes e incluso se prohibía en la legislación de los fondos de pensiones, al no poder tener pasivos. Esto hizo necesario que los fondos de pensiones aportaran capital antes de que hubiera proyectos concretos a ser ejecutados. En el mismo caso recién mencionado, durante más de 5 años el fondo mantuvo alrededor de 40% en caja, esperando la aparición de proyectos atractivos, e inicialmente cobraba comisiones sobre el total de los activos administrados, lo que posteriormente fue renegociado con las AFP.

El gobierno corporativo de los fondos de inversión no rescatables esencialmente se mantuvo en la nueva ley de fondos de inversión (LUF). Diferentes tipos de administradoras se rigen por la misma ley. Se suelen llamar Administradoras de Fondos de Inversión (AFI) a las que administran fondos no rescatables y Administradoras Generales de Fondos (AGF), que administran además fondos mutuos abiertos. Sin embargo, en el caso de Chile, administrar se refiere tanto a lo estratégico (decisiones de inversión) como a lo formal (contabilidad, custodia, reportes, etc.), sin que exista la figura separada del fiduciario – fideicomiso – gestor / operador, como en Uruguay.

Algunos aspectos destacables de las administradoras y de los fondos de inversión chilenos son los siguientes:

### **Sobre las Administradoras de Fondos**

- Cada administradora debe tener un capital mínimo de unos US\$400.000.
- Deben tener un directorio, un equipo de ejecutivos y un esquema de gobierno corporativo.

- Más recientemente, el artículo 8° de la LUF establece que los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales de la administradora y demás personas que realicen funciones de relevancia en la comercialización de las cuotas de fondos, en el proceso de elección o toma de decisiones de inversión para fondos o en la realización de operaciones de fondos y gestión de riesgos en la administradora, deberán cumplir los ciertos requisitos de idoneidad y conocimientos determinados por la autoridad, la que establecerá los medios, forma y condiciones en que tales personas deberán acreditarlos.
- En su Artículo 20, la LUF establece obligaciones para los directores de la administradora. Los directores de la administradora, están obligados a velar por que:
  - a) La administradora cumpla con lo dispuesto en el reglamento interno de cada fondo;
  - b) La información para los aportantes sea veraz, suficiente y oportuna;
  - c) Las inversiones, valorizaciones u operaciones de los fondos se realicen de acuerdo con esta ley, su reglamento, las normas que dicte la Superintendencia y lo dispuesto en el reglamento interno;
  - d) Los partícipes de un mismo fondo, o de una misma serie, en su caso, reciban un trato no discriminatorio;
  - e) Las operaciones y transacciones que se efectúen, sean sólo en el mejor interés del fondo de que se trate y en beneficio exclusivo de los partícipes del mismo.

Las empresas de auditoría externa de las administradoras, en su informe anual, deberán pronunciarse acerca de los mecanismos de control interno que éstas se impongan para velar por el fiel cumplimiento de la ley, así como también sobre los sistemas de información y archivo para registrar el origen, destino y oportunidad de las transacciones que se efectúen con los recursos de cada fondo. Asimismo, en su informe anual, las auditoras del fondo de inversión deben pronunciarse sobre el cumplimiento de las políticas y normas contenidas en el reglamento interno del fondo.

### **Sobre los Fondos de Inversión**

- Las administradoras deben constituir una garantía mínima de unos US\$400.000 en beneficio de cada fondo administrado, para asegurar el cumplimiento de sus obligaciones por administración de los mismos (LUF, artículo 12). Una vez en marcha, el monto de la garantía es la cantidad que resulte mayor entre el monto anterior y 1% de los activos administrados. Dicho porcentaje puede ser mayor si la autoridad determina que la calidad de la gestión de riesgos es insuficiente.
- La Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR)<sup>22</sup> analiza y califica a los fondos de inversión en función de los recursos humanos y materiales disponibles como para que el fondo cumpla con los objetivos propuestos. Para que los fondos de inversión no utilicen cupo del llamado límite a activos restringidos en los fondos de pensiones, éstos deben contar con una evaluación positiva por parte de la CCR.<sup>23</sup> La CCR basa su opinión primordialmente en la de clasificadoras privadas de riesgo.<sup>24</sup>
- Ningún aportante no institucional puede poseer más de 35% de las cuotas.

<sup>22</sup> Para comprender en mayor detalle el rol de la CCR, ver: <https://www.ccr.cl/idioma/espanol/que-es-la-ccr>

<sup>23</sup> Ver: [https://www.ccr.cl/uploads/metodologia/Acuerdo31\\_Acue31.pdf](https://www.ccr.cl/uploads/metodologia/Acuerdo31_Acue31.pdf)

<sup>24</sup> Ver: <http://www.svs.cl/institucional/mercados/consulta.php?mercado=V&Estado=VI&entidad=CLARI>

- Los aportantes de los fondos de inversión no rescatables tienen derechos preferentes sobre la colocación de nuevas cuotas (LUF, artículo 36). Además puede haber promesas de suscripción de cuotas.
- Los fondos no pueden invertir directamente en activos reales (LUF, artículo 57). Estas inversiones tienen que hacerse a través de sociedades.
- Cada fondo de inversión debe tener un reglamento interno, el que debe ser aprobado por la Superintendencia de Valores y Seguros (hoy la Comisión del Mercado Financiero (CMF)) que debe establecer entre otras materias (Ley 18.815): a) Nombre del fondo; b) Plazo de duración; c) Política de inversión de los recursos, debiendo detallarse los tipos de activos en que se invertirá, la política de diversificación de las inversiones del fondo, el tratamiento de los excesos de inversión y su política de liquidez, señalando el porcentaje mínimo del activo del fondo que se mantendrá invertido en activos líquidos y razones financieras de liquidez; d) Política de reparto de los beneficios; e) Comisión de administración; f) Gastos de cargo del fondo; g) Normas respecto a información obligatoria a proporcionar a los aportantes; h) Indicación del diario en que se efectuarán las publicaciones que exija la ley; i) Política sobre aumentos de capital, y para el caso que se contemplare realizar disminuciones voluntarias y parciales de capital, los términos, condiciones y plazos para llevarlas a efecto; j) Política de endeudamiento, que señale a lo menos los tipos y el origen de las obligaciones que podrá contraer el fondo, los plazos asociados a éstas y los límites de pasivo exigible y pasivo de mediano y largo plazo, respecto del patrimonio del fondo y el límite de gravámenes y prohibiciones que afecten los activos del fondo, respecto del activo total del mismo; k) Política de retorno de los capitales; l) Materias que corresponderán al conocimiento de la asamblea extraordinaria de aportantes; m) Las atribuciones, deberes y responsabilidades del comité de vigilancia, y sus actividades y funciones mínimas que desarrollará para el cumplimiento de esas atribuciones, determinando, además, si sus miembros serán remunerados por esas funciones con cargo al fondo; n) Forma y periodicidad en que la administradora cumplirá con la obligación de informar; ñ) Naturaleza del arbitraje al que serán sometidas las diferencias que ocurran entre los aportantes en su calidad de tales, o entre éstos y la sociedad o sus administradores, sea durante la vigencia del fondo respectivo o durante su liquidación; o) Materias que otorguen derecho a retiro a los aportantes disidentes, así como la forma en que se valorarán las cuotas a restituir.
- Al igual que en el caso de las sociedades anónimas, debe haber al menos una junta ordinaria anual de aportantes, la que selecciona a los miembros del comité de vigilancia, determina sus remuneraciones, su presupuesto para subcontratar servicios de terceros en caso de ser necesario y la periodicidad mínima para reunirse. El comité de vigilancia no interviene ni tiene responsabilidades relacionadas a la gestión de los fondos (la que recae exclusivamente en la AFI), aunque sí debe revisar que se cumplan todos los aspectos de forma y fondo del reglamento interno, incluyendo cálculo de valor cuota, revisión de comisiones pagadas a la AFI y de todos los gastos cargados al fondo. Además, debe asegurarse que la información entregada a los aportantes sea veraz y oportuna. Normalmente el comité también se informa de la evolución de las inversiones del fondo. Típicamente, el comité de vigilancia está compuesto por tres

personas y se reúne trimestralmente, junto con la publicación de los estados financieros trimestrales.<sup>25</sup> Otra de sus obligaciones es la de proponer a la junta de aportantes una terna de auditores independientes, que auditarán los fondos el año siguiente, al igual que reunirse privadamente con ellos en torno a las fechas de publicación de los estados financieros del respectivo fondo. En el caso de los fondos inmobiliarios, la elección de tasadores externos típicamente se consulta también con el comité de vigilancia, y en la nueva LUF es un requisito.

- La ley también establece regulaciones muy estrictas para las transacciones con partes relacionadas.

#### **4.2. Guía de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo de la Asociación Chilena de Administradores de Fondos de Inversión (ACAFI)**

La Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI) es una asociación integrada por administradoras de fondos de inversión y su misión es promover un adecuado clima de negocios e inversión que contribuya al desarrollo sostenido y sostenible de la industria, de la economía y del mercado de capitales.

En 2019, la ACAFI emitió una Guía de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo en colaboración con el Centro de Gobierno Corporativo de la Universidad Católica de Chile para plantear una hoja de ruta para la autorregulación de las administradoras de fondos de inversión en temas de sus gobiernos corporativos (ver ACAFI (2019)).<sup>26</sup> La guía es un esfuerzo de ACAFI por identificar y sistematizar aquellas prácticas de buen gobierno corporativo que las administradoras de fondos de inversión podrían adoptar vía la autorregulación. Las prácticas propuestas son guías para el control de las operaciones y también para la dirección y gestión, que aporten al desarrollo, crecimiento y a la creación de valor.

La guía ACAFI tiene por objeto recoger y unificar buenas prácticas de gobierno corporativo para las administradoras generales de fondos y administradoras de fondos de inversión asociadas a ACAFI, teniendo en cuenta las distintas realidades de cada administradora.

Dicha guía se desarrolla en base a principios de Buen Gobierno Corporativo y, posteriormente, propone un catálogo de buenas prácticas asociadas a tales principios, ya que los primeros permiten establecer las bases de interpretación sobre las cuales se fundamentan dichas prácticas. Los principios y prácticas tienen que ver con los siguientes temas de la organización, la dirección, la administración y la gestión de las administradoras de fondos de inversión:

- Los órganos de dirección de los fondos de inversión (aportantes; asamblea de aportantes; comité de vigilancia);
- Los órganos de administración de la administradora (directorío; presidente; comités del directorío; administración; ejecutivos principales);

---

<sup>25</sup> El pago solía ser de unos US\$1200 por persona por trimestre, aunque recientemente han bajado a rangos que van entre US\$400 y US\$1000.

<sup>26</sup>Ver: <http://www.acafi.cl/acafi-lanza-guia-de-buenas-practicas-de-gobierno-corporativo-como-hoja-de-ruta-para-la-autorregulacion-de-las-administradoras-de-fondos-de-inversion/>

- Sistemas de control;
- Conflictos de intereses e información privilegiada;
- Entrega de información y transparencia;
- Políticas de los fondos de inversión.

A continuación, destacamos las prácticas más relevantes (a nuestro juicio):

### **Sobre los Aportantes**

Práctica 5: Cualquier información que la administradora entrega a un aportante es entregada o puesta a disposición de todos los aportantes del fondo y del mercado.

### **Sobre el Comité de Vigilancia**

Práctica 10: Es responsabilidad y deber del comité de vigilancia contratar los servicios que estime necesarios para el adecuado y suficiente ejercicio de sus funciones en la forma establecida en el respectivo reglamento interno.

Práctica 11: El reglamento interno del fondo puede determinar, en caso de ser necesario, otras funciones, adicionales a las establecidas por ley, que permitan y faciliten un mejor cumplimiento del comité de vigilancia y de sus objetivos. Por su parte, el comité de vigilancia deberá dar cumplimiento a las funciones establecidas en el reglamento interno del fondo, cuando corresponda.

Práctica 12: La administradora y los miembros de los comités de vigilancia deben adoptar las medidas necesarias tendientes a asegurar la debida confidencialidad de la información a la que tienen acceso los miembros del comité de vigilancia, así como del contenido de sus discusiones y acuerdos. Lo anterior, en todo caso, no aplica en caso que la divulgación total o parcial de tales antecedentes resulte obligatoria para la administradora, o resulte contraria a las disposiciones del reglamento interno de los fondos respectivos.

Práctica 13: La administradora adopta las medidas tendientes a facilitar que los miembros de los comités de vigilancia de los fondos respectivos se reúnan periódicamente con los ejecutivos que administran los respectivos fondos, o cada vez que ello sea necesario o conveniente para los intereses de los fondos.

### **Sobre el Directorio**

Práctica 16: El directorio cuenta con una política y/o documento formal que detalla sus roles y funciones.

Práctica 17: El directorio ha aprobado una política tendiente a dar oportuno cumplimiento a las obligaciones que le impone la normativa vigente a la administradora, contemplando mecanismos formales para su actualización permanente.

Práctica 18: El directorio aprueba las condiciones y términos de los nuevos fondos que administra y los nuevos negocios que desarrolla.

Práctica 19: Los directores monitorean y evalúan regularmente el desempeño de la administración de los fondos y el logro de sus objetivos.

Práctica 20: El directorio discute y aprueba la política general de compensaciones para sus ejecutivos principales, orientada a proteger que los intereses de éstos estén debidamente alineados a los objetivos de largo plazo de la administradora.

Práctica 29: Considerando las características propias de cada administradora y sus accionistas, se debe buscar una adecuada diversidad entre sus integrantes en cuanto a experiencias y habilidades complementarias.

Práctica 30: El directorio vela por contar con una cultura de análisis y discusión constructiva entre sus miembros, donde las diferencias de opinión sean vistas como un activo que fortalece las decisiones y deliberaciones del órgano.

Práctica 32: La administradora ha definido sistemas o procedimientos objetivos, tendientes a asegurar que las remuneraciones de los directores se ajusten a sus responsabilidades, promoviendo en ellos la dedicación suficiente requerida por el cargo.

Práctica 35: El directorio se reúne, sin la presencia de los ejecutivos de la administradora, al menos una vez al año.

Práctica 36: La administradora, de acuerdo a las características que le son propias, cuenta con directores independientes.

Práctica 37: El directorio, o éste a través de sus comités, puede contratar asesores externos para un mejor análisis de determinadas materias, según amerite.

Práctica 38: La administradora informa anualmente a sus accionistas la remuneración pagada al directorio y a sus comités.

### **Sobre los Comités del Directorio**

Práctica 42: La administradora tiene un comité de gestión de riesgos que sesiona regularmente. Alternativamente, en caso de ser necesario, los temas de gestión de riesgos son tratados en el comité de directores.

Práctica 43: La administradora tiene un comité de *compliance* que sesiona regularmente. Alternativamente, en caso de ser necesario, los temas de *compliance* son tratados en el comité de directores.

Práctica 44: La administradora cuenta con un comité de inversiones que sesiona regularmente. Alternativamente, en caso de ser necesario, los temas sobre decisión de inversiones son tratados en el comité de directores.

## **Sobre los Ejecutivos Principales**

Práctica 46: El gerente general y los ejecutivos principales gestionan la administradora de acuerdo a los lineamientos acordados por el directorio y rinden cuenta de su desempeño a éste en la forma y oportunidad acordadas por el directorio.

Práctica 47: La administradora cuenta con políticas en materia de compensaciones de los ejecutivos principales, tendientes a alinearlas con los intereses de largo plazo de los fondos y de la administradora.

## **Sobre el Sistema de Control Interno**

Práctica 49: El directorio ha aprobado políticas de gestión de riesgos y control interno que tienen por finalidad detectar oportunamente los riesgos que afectan a la administradora y los fondos que gestiona y aplicar los controles necesarios para su mitigación efectiva.

Práctica 51: El directorio ha adoptado las medidas idóneas para asegurar que el jefe de la unidad de control interno reporte en forma directa al directorio.

Práctica 52: El directorio ha adoptado las medidas especiales de índole laboral, para asegurar que los incentivos salariales para el personal de la unidad de control interno sean adecuados para el ejercicio de las funciones que les son asignadas.

## **Sobre la Existencia de un Programa de Cumplimiento**

Práctica 56: El directorio ha adoptado las medidas idóneas para que la administradora cuente con un encargado de cumplimiento (*compliance officer*) dotado de las atribuciones y autonomía suficientes para el adecuado desarrollo de sus funciones.

Práctica 57: El encargado de cumplimiento depende directamente del directorio y no realiza funciones operativas dentro de la organización.

## **Sobre el Sistema de Control Externo**

Práctica 61: La administradora vela porque los auditores cuenten con el grado de independencia de juicio necesario para el correcto desarrollo de sus funciones, y se reúne al menos anualmente con el directorio de la administradora.

Práctica 62: La administradora cuenta con una política de evaluación y rotación de auditores, o del socio principal de la auditora.

## **Sobre Conflictos de Interés e Información Privilegiada**

Práctica 64: La administradora cuenta con una política de conflictos de interés definida, la cual es revisada y ajustada periódicamente.

Práctica 67: La administradora tiene por política no invertir los recursos de los fondos que administra en instrumentos emitidos o garantizados por personas relacionadas a la administradora (salvo en los casos en que ello se encuentre ajustado a la normativa vigente).

### **Sobre la Entrega de Información y Transparencia**

Práctica 72: La administradora cuenta con políticas y procedimientos relativos a la forma en que se garantizará que los aportantes cuenten con la suficiente información sobre los fondos administrados, tanto en el momento en que se efectúan las inversiones, así como durante la permanencia de sus inversiones en dichos fondos.

#### **4.3. El Régimen de Inversiones (RI) para las AFP Chilenas<sup>27</sup>**

A fines de 2017, la Superintendencia de Pensiones, en conjunto con el Consejo Técnico de Inversiones, modificó el Régimen de Inversiones (RI) para las AFP Chilenas para considerar las inversiones en activos alternativos (instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada e infraestructura, nacionales y extranjeros). Dichos cambios tomaron en cuenta las buenas prácticas descritas anteriormente (IOPS, OCDE, ILPA, CFA Institute e IPEV), además de la propia experiencia institucional histórica en Chile.

Dado que en cierto modo ésta representa una experiencia reciente para un sistema de pensiones que tiene casi 40 años de antigüedad, en el contexto de países emergentes, consideramos que puede ser un buen referente para el caso de Uruguay. En esta sección, presentamos las disposiciones del Régimen de Inversión para los fondos de pensiones emitido por la Superintendencia de Pensiones (Chile).

El Régimen de Inversiones establece que, para que se les permita a los fondos de pensiones invertir en activos alternativos, las AFP deberán sujetarse a las siguientes condiciones:

##### **a. Poseer Políticas de Inversión y de Gestión de Riesgo<sup>28</sup>**

Los fondos de pensiones pueden adquirir directa e indirectamente instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada, infraestructura, extranjeros o nacionales, y otros activos alternativos autorizados en el RI, en la medida que la administradora cuente previamente con una política de inversión y de gestión de riesgo explícita que aborde el tratamiento individual de cada clase de activo.

La política debe ser aprobada por el directorio y el comité de inversiones de la administradora. Una copia de esta política debe ser enviada a la Superintendencia de Pensiones, a lo menos treinta días antes de la fecha en que se comience a operar con dichos activos. La Superintendencia tiene la facultad de rechazar la política o de pedir modificaciones o aclaraciones. Si no se cuenta con una política para invertir en activos

---

<sup>27</sup> La exposición siguiente sigue de cerca el texto del Régimen de Inversiones para los Fondos de Pensiones de la Superintendencia de Pensiones (Chile). Ver: <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-12678.html>.

<sup>28</sup> Ambas políticas deben ser información pública.

alternativos, la Superintendencia puede prohibir nuevas operaciones hasta que se subsanen las deficiencias detectadas, sin perjuicio de dar cumplimiento a los llamados de capital ya comprometidos.

La política de inversión en instrumentos alternativos debe abordar respecto de cada tipo de activo considerado al menos los siguientes aspectos:

- Condiciones de liquidez y mecanismos de salida o desinversión;
- Valorización;
- Cobro de comisiones;
- Límites de inversión;
- Requisitos para administradores, emisores, originadores, estructuradores, intermediarios y contrapartes, según el activo de que se trate;
- Competencias del equipo de la administradora encargado de la inversión en el activo específico;
- Modalidad de transacción;
- Gestión de riesgo del activo específico;
- Manejo de conflictos de interés para cada activo específico.

Respecto a la gestión de riesgos, la política debe abordar los principales riesgos involucrados y debe basarse además, en las buenas prácticas de mercado para este tipo de activos. La administradora debe contar con una estrategia de gestión del riesgo, que integre todas las unidades tomadoras y generadoras de riesgo desde el directorio hasta los niveles operativos, definiendo responsabilidades para cada instancia.

Respecto a las competencias de la administradora, ésta debe disponer de los recursos humanos y tecnológicos adecuados para operar este tipo de activos, en función de los montos y complejidad de las operaciones que se efectúen.

## **b. Valoración**

La inversión en *private equity*, *private debt* y coinversiones (todas en el extranjero) deben contar con una valorización al menos trimestral por parte del gestor (*general partner* o equivalente). Para estos efectos la AFP debe establecer contractualmente la obligación del gestor del vehículo de inversión de enviar trimestralmente la información sobre la valorización, incluyendo la metodología aplicada, tanto a la propia AFP como a la Superintendencia.

Previo a efectuar inversiones en acciones de sociedades anónimas cerradas nacionales, sociedades por acciones o sociedades en comandita, las AFP deben contar con al menos dos informes independientes de valorización económica de tales activos. La Superintendencia de Pensiones puede exceptuar a las administradoras de la obligación anterior, en el caso de inversiones inmobiliarias o de infraestructura en etapa de construcción. Posteriormente, cada año las administradoras deben presentar dos informes independientes de valorización económica de esos activos a la Superintendencia de Pensiones.

Asimismo, antes de efectuar las inversiones en contratos de *leasing* no habitacional y bienes raíces nacionales para renta, la AFP debe contar con dos informes independientes de tasación del bien raíz de que se trate, debiendo posteriormente proporcionar a la Superintendencia, cada dos años, dos informes independientes de tasación del bien raíz.

El agente valorizador de los activos alternativos debe ser independiente de la AFP. Además, en el caso de las acciones de sociedades cerradas nacionales, el agente valorizador debe ser independiente de la sociedad que se está valorando, así como del socio gestor o socio administrador de tales sociedades. En el caso de los bienes raíces, quien valore debe ser independiente del vendedor del bien raíz (no puede estar relacionado a la administradora, al socio gestor o al socio administrador o a la contraparte del contrato respectivo y no podrá mantener vinculaciones, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial de una naturaleza y volumen relevantes con ninguno de los anteriores).

Para efectos de la valoración que efectúe la Superintendencia de Pensiones de los activos alternativos de capital y deuda privada, nacional y extranjera, se utiliza la información proporcionada por los gestores o la AFP, sin perjuicio que entre los períodos de valorizaciones, las inversiones en estos activos alternativos se pueden ajustar según un índice de mercado que tenga un comportamiento similar al del activo alternativo respectivo, u otro método por definirse.

Para efectos de la valoración que efectúe la Superintendencia de Pensiones de los bienes raíces, se pueden utilizar además de los informes de tasación independientes, el valor residual del contrato de arrendamiento con opción de compra, el costo corregido por inflación menos la depreciación acumulada u otro método que defina la Superintendencia.

### **c. Aprobación de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR)**

La CCR deberá aprobar los vehículos de inversión, así como las operaciones de coinversión, en capital y deuda privada extranjeros, considerando para ello al menos las características del gestor. Para estos efectos, se entenderá por gestor a la entidad administradora involucrada en las inversiones anteriores, tales como *advisor*, *sponsor* o *general partner* del vehículo de inversión, o a la matriz de dicha entidad. La aprobación de la CCR es condición *sine qua non*.

En todo caso, la CCR deberá verificar que los gestores cumplan los siguientes requisitos mínimos:

- Corresponder a entidades que se encuentren reguladas y supervisadas, por las correspondientes autoridades del mercado de valores y/o financiero de alguna jurisdicción, cuyos títulos de deuda de largo plazo se encuentren clasificados por al menos dos empresas clasificadoras internacionales y cuya clasificación de mayor riesgo en moneda extranjera sea al menos igual a la categoría AA. Sin perjuicio de lo anterior, también se consideran aquellos países cuyos títulos de deuda de largo plazo posean una clasificación igual o superior a BBB, siempre que la jurisdicción se encuentre incluida dentro de los Mercados Reconocidos por la Superintendencia de Valores y Seguros.

- Corresponder a entidades que cuenten con al menos diez años de experiencia en la administración de capital privado, deuda privada, inversiones inmobiliarias o en infraestructura, según sea el caso.

#### **d. Auditoría Independiente**

Los vehículos de inversión que inviertan en deuda o capital privado extranjeros, así como las sociedades emisoras de los títulos adquiridos en operaciones de coinversión y las sociedades cerradas, deben contar con estados financieros auditados anualmente por sociedades auditoras independientes con reconocida experiencia. En el caso de las sociedades nacionales, la auditoría deberá ser efectuada por una empresa inscrita en el Registro de Empresas de Auditoría Externa.

#### **e. Comisiones**

Es requisito para la inversión en deuda y capital privado extranjeros, el que los gestores reporten trimestralmente a la propia AFP como a la Superintendencia, las comisiones totales bajo el estándar del *Institutional Limited Partners Association* (ILPA) u otro formato que sea autorizado. Lo anterior debe quedar establecido como una obligación contractual del gestor.

#### **f. Seguridad de las Inversiones**

La administradora debe adoptar todas las medidas de resguardo que le permitan asegurar razonablemente que las inversiones en activos alternativos se encuentran adecuadamente respaldadas, ya sea por contratos de inversión, documentación relevante, registros públicos u otros, que establezcan la propiedad de tales activos por parte de los fondos de pensiones o la calidad de socio o equivalente.

En el caso de las inversiones en activos alternativos realizadas en el extranjero, además de otros respaldos que puedan resultar pertinentes, la administradora deberá tomar los resguardos adecuados según la legislación local que corresponda. En cumplimiento de esta obligación, deben contratar la asesoría legal especializada de una firma de abogados independiente y de reconocido prestigio, autorizada a ejercer en la jurisdicción bajo cuya ley la inversión se pretenda llevar a efecto. Producto del análisis respectivo, dicha firma deberá emitir una opinión legal sobre el instrumento, según las prácticas comerciales internacionales. La Superintendencia puede establecer contenidos mínimos o formatos específicos para las opiniones legales.

Las inversiones en activos alternativos extranjeros de deuda y capital privados, deben mantenerse registradas en todo momento a nombre del respectivo fondo de pensiones en una entidad extranjera, que corresponda a alguna de las instituciones extranjeras que el Banco Central de Chile autorice para custodiar las inversiones.

En el caso de las inversiones en activos inmobiliarios, las administradoras deben inscribir a nombre del fondo de pensiones los derechos inmuebles en el correspondiente Registro de Propiedad del Conservador de Bienes Raíces respectivo.

La administradora debe mantener a resguardo toda la documentación que respalde cada inversión realizada y disponible para la fiscalización de la Superintendencia de Pensiones.

#### **g. Otras Condiciones**

Los fondos de pensiones sólo pueden invertir directa e indirectamente en deuda y capital privado extranjeros en la medida que el gestor o sus relacionados se obliguen a mantener un capital invertido de al menos un 1% del valor de tales vehículos.

Los mutuos hipotecarios con fines no habitacionales (préstamos) que pueden adquirir los fondos de pensiones deben ser originados por agentes administradores inscritos en el registro especial que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros o por entidades reguladas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. La Superintendencia de Pensiones puede establecer requisitos adicionales relacionados con aspectos tales como la garantía hipotecaria y su tasación, las características del contrato y la cesión de los mutuos.

En los convenios de crédito sindicado debe concurrir al menos un banco fiscalizado por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, no relacionado con la Administradora, con una participación en el crédito igual o superior al 5% del capital otorgado. La Superintendencia puede establecer requisitos adicionales relacionados con el otorgamiento del crédito y las características del contrato.

Los socios gestores y los socios administradores de las sociedades cerradas deben contar con una experiencia mínima de 10 años en la administración de capital privado, deuda privada, inversiones inmobiliarias o en infraestructura, según corresponda.

#### **4.4. Cómo Implementaron las AFP los Requerimientos Contemplados en el Régimen de Inversiones**

Dada la envergadura de algunas administradoras de fondos de pensiones, su antigüedad, los montos potenciales de los programas de inversión en activos alternativos y lo reciente de la nueva regulación, en nuestra opinión, las políticas de inversión que han establecido algunas AFP para su inversión en activos alternativos constituyen un *benchmark* útil de referencia para las AFAP en Uruguay. Sin embargo, nuevamente, en función de su tamaño, hay ciertos aspectos del gobierno corporativo de las AFP que, probablemente, las AFAP no podrán implementar con el mismo nivel de complejidad. Pensamos que, en cualquier caso, es un punto de referencia útil a considerar.

Hay tres AFP que tienen políticas de inversión vigentes para activos alternativos. Al menos AFP Habitat,<sup>29</sup> AFP Provida<sup>30</sup> y AFP Capital<sup>31</sup> las tienen. Las otras AFP existentes invertirían a través de *feeders* por tener equipos más pequeños. Dado que las políticas deben abordar los mismos temas y ceñirse al Régimen de Inversiones, a continuación, se resume una de las

---

<sup>29</sup> Ver: <https://www.afphabitat.cl/nuestra-empresa/politicas-de-inversiones/>

<sup>30</sup> Ver: <https://www.provida.cl/content/dam/metlifecom/provida/pdfs/politicas-y-procedimientos/politicas/ProVida-AFP-Politicas-de-Inversiones-y-de-Solucion-de-Conflictos-de-Interes.pdf>

<sup>31</sup> Ver: <https://www.afpcapital.cl/Quienes-Somos/Documents/Gobierno%20Corporativo/AFP-CAPITAL-POLITICAS-INVERSION.pdf>

políticas que a nuestro juicio sería exhaustiva: la de AFP Habitat. El Anexo II de su política de inversión se refiere específicamente a activos alternativos. A continuación, se presenta un resumen de los principales aspectos de esta política.

### **Resumen de la Política de Inversión en Alternativos de AFP Habitat<sup>32</sup>**

Habitat incluirá activos alternativos en los portfolios en la medida que tengan razonables rentabilidades ajustadas por riesgo y/o que colaboren a la diversificación. La inclusión de alternativos en los diferentes fondos de pensiones toma en cuenta el perfil de riesgo de cada uno y la necesidad de liquidez. La política de inversiones en activos alternativos incorpora elementos sobre las inversiones permitidas, los equipos y las capacidades necesarias, la evaluación de la conveniencia de las inversiones, la valorización, las comisiones, la gestión de la liquidez, la gestión de riesgo, los roles y las responsabilidades en cada nivel de la AFP, la metodología para la identificación, clasificación y evaluación de los riesgos, una definición del grado de tolerancia al riesgo, los reportes, la política de conflictos de interés y sobre la toma de decisiones.

#### **a. Inversiones Permitidas**

Es posible invertir directamente e indirectamente, en forma primaria, secundaria o de coinversión, en capital privado (*PE*) extranjero, incluyendo sectores de infraestructura e inmobiliario, directamente o a través de *limited partnerships (LP)*, *limited liability companies (LLC)* y otros vehículos equivalentes.

Los vehículos de inversión deben contar con estados financieros auditados anualmente por sociedades auditoras independientes reconocidas y los gestores deberán estar aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo, para la estrategia en particular.

El gestor o sus relacionados necesariamente deberán mantener un capital invertido de al menos un 1% del valor del vehículo.

La decisión de la ponderación dada a las distintas estrategias (*buyout*, *growth* y *venture*) debe tomar en cuenta el riesgo de las mismas.

La inversión en deuda privada (*PD*) extranjera sigue principios similares a *PE*. Las AFP deben identificar las estrategias en función de su riesgo (*mezzanine*, *direct lending*, *distressed*, *opportunistic credit*) y la importancia de cada una dependerá del riesgo asociado a la calidad crediticia de los emisores y su prelación.

Para acciones nacionales, los socios gestores deben contar con una experiencia mínima de 10 años en la correspondiente clase de activo, contar con estados financieros auditados anualmente por sociedades auditoras independientes reconocidas.

---

<sup>32</sup> Este resumen es ilustrativo y, como tal, tiene elementos de interpretación que no necesariamente reflejan la política original.

Los mutuos hipotecarios no habitacionales (préstamos) deben ser originados por agentes autorizados, con un límite de *loan-to-value (LTV)*.

En el caso de créditos sindicados a personas jurídicas, se debe concurrir al menos con un banco fiscalizado no relacionado con la administradora, en categoría de riesgo normal, que aporte un monto significativo del total. Pueden concurrir al financiamiento otras entidades reconocidas con clasificación de riesgo aceptable.

La inversión en bienes raíces nacionales no habitacionales para renta o los contratos de arrendamiento con opción de compra (*leasing*) sólo pueden realizarse a través de fondos de inversión.

## **b. Equipos**

Los equipos deben contar con recursos humanos y tecnológicos adecuados para operar este tipo de activos. El equipo de profesionales involucrado en las decisiones, en el control y revisión de contratos debe estar calificado en áreas afines, incluyendo estudios y experiencia. Se puede recurrir a apoyo externo de terceros con la experiencia específica que se requiera.

## **c. Evaluación de la Conveniencia de las Inversiones**

Para capital y deuda privada extranjeros, inversión indirecta y coinversión, primero hay una pre-evaluación considerando las capacidades del gestor y *track record*, estrategia, estilo, segmento de mercado y términos y condiciones.

Si se pasa la etapa anterior, hay un proceso de *due diligence*, con cuestionarios que cubran:

- La estructura y los términos del vehículo de inversión (tamaño; plazo; comisiones; política de distribuciones; cláusulas especiales respecto del cobro de comisiones; estrategia de inversión);
- Los antecedentes del gestor (estructura de propiedad; historia; participaciones; equipo; tamaño; experiencia; capacidad y compensaciones; reguladores; inversión del gestor o relacionadas en el vehículo; *track record* detallado y otros).

Luego de analizar la información estándar provista por el gestor, hay reuniones preferiblemente *in situ*, buscando conocer el equipo, sus procesos, operaciones y controles.

El análisis del *track record* incluye un foco en:

- La evaluación de la atribución del desempeño, el *performance* de los fondos anteriores, verificar las referencias con inversionistas en fondos anteriores, fondos de fondos o fondos secundarios;
- La evaluación de la política de valorización interna del *manager*;
- Revisión de las metodologías;
- Certificaciones;
- Infraestructura;

- Opinión legal de un equipo de abogados independientes con experiencia y la revisión del cumplimiento de las prácticas comerciales internacionales;
- La estructura societaria, jurisdicciones relevantes y cláusulas especiales (por ejemplo: *key man* y *clawback*);
- Estimaciones de las necesidades de liquidez a través de la duración de la inversión, identificando los calendarios de *capital calls*, los plazos involucrados y los mecanismos y las condiciones de salida o desinversión.

Para acciones de sociedades cerradas *nacionales* de los sectores de infraestructura e inmobiliario, también hay un proceso similar de pre-evaluación y luego se evalúa:

- La rentabilidad y el riesgo esperado;
- Los mecanismos de remuneración del gestor, la alineación de incentivos y las posibles comisiones implícitas;
- El gestor o los administradores (estructura de propiedad; historia; participaciones; equipo; tamaño; experiencia; capacidad; compensaciones y *track record*);
- Estimaciones de las necesidades de liquidez a través de la duración de la inversión, identificando los posibles usos, montos y calendario preliminar;
- Los mecanismos de salida o desinversión.

Para los mutuos hipotecarios, se evalúa:

- La rentabilidad y el riesgo esperado;
- La entidad originadora y su política de crédito;
- Diversificación;
- Garantías;
- Valorización de la garantía y *LTV*;
- Mecanismos de salida o desinversión.

En el caso de los créditos sindicados, se consideran:

- La rentabilidad y el riesgo esperado;
- Entidad que agencia el crédito y su clasificación de riesgo;
- Mecanismos de remuneración del gestor, la alineación de incentivos y las comisiones implícitas;
- Participantes y su clasificación de riesgo;
- Deudor y su clasificación de riesgo;
- Mecanismos de salida o desinversión.

En el caso de los bienes raíces para renta o *leasing*, luego de una pre-evaluación, se analiza:

- La estructura del vehículo de inversión (tamaño; plazo; comisiones; política de distribuciones; cláusulas especiales respecto del cobro de comisiones);
- Estrategia de inversión;

- Gestor (estructura de propiedad; historia; participaciones; equipo; tamaño; experiencia; capacidad; compensaciones; inversión del gestor o relacionadas en el vehículo; *track record* detallado).

#### **d. Valorización**

Al no transarse, la metodología de valoración de cada activo alternativo dependerá de su clase y de la forma en que se invierte. Se buscan estándares internacionales que entreguen seguridad, transparencia y que cumplan con la regulación vigente.

Para *PE* y *PD* se exige que cuenten con valorizaciones trimestrales por parte del gestor utilizando políticas y procedimientos de valorización de acuerdo con métodos de *fair value* y estados financieros basados en principios contables reconocidos. Los estados financieros auditados deben usar estándares internacionales. Trimestralmente, la subgerencia de control de inversiones revisa antecedentes sobre las valorizaciones entregadas por los *general partners* y los informes auditados.

En el caso de acciones de sociedades privadas nacionales, se requiere de 2 (dos) informes de valorización económica independientes antes de la compra y habrá 2 (dos) informes de valorización independientes anuales, realizados por especialistas de reconocida experiencia e independencia, los que deben rotarse cada 5 (cinco) años.

Para mutuos hipotecarios, se usan criterios establecidos por la Superintendencia de Pensiones, reconociendo posibles deterioros, cuya metodología debe ser aprobada por el directorio y revisada por el comité de alternativos previo a la inversión. Al comprar el mutuo hipotecario, debe haber una tasación reciente e independiente de la garantía hipotecaria.

Para la participación en convenios de crédito, la valorización se basa en lo establecido por la Superintendencia de Pensiones, siguiendo criterios similares a los mutuos hipotecarios, pero usando la metodología de la Superintendencia de Bancos. Al momento de adquirir la participación en un crédito sindicado la garantía debe contar con un informe de tasación o valorización por un valorizador o tasador independiente.

#### **e. Comisiones**

Se consideran las comisiones implícitas en el cálculo del retorno esperado de la inversión y se debe cumplir con los estándares de mercado (visados por el comité de alternativos) de cada segmento así como los límites regulatorios.

El gestor o administrador debe proveer la información en un formato que permita realizar el adecuado control, lo que se exigirá contractualmente. La subgerencia de control de inversiones monitorea y controla que las comisiones cobradas estén de acuerdo a los contratos y las reporta al comité de alternativos trimestralmente.

Las comisiones deben alinear los intereses del fondo de pensiones y los del administrador o *general partner* según corresponda.

## **f. Gestión de Liquidez**

La falta de liquidez de cada activo particular debe ser compensada por la vía de exigirle un retorno esperado superior al activo equivalente pero líquido.

Estos activos se caracterizan por requerir compromisos de financiamiento por varios años. A pesar de existir un mercado secundario para algunos de estos activos, su liquidez es reducida, lo que implica estimar los flujos de caja requeridos y de los posibles mecanismos de desinversión. La liquidez debe ser gestionada con un criterio de portfolio considerando el resto de los activos en cada fondo y los efectos esperables en distintos escenarios. Para esto la AFP tiene una política de control del riesgo de liquidez que incorpora estos activos alternativos.

## **g. Estructura de la Unidad de Gestión de Riesgo**

La unidad de gestión del riesgo financiero es independiente de las áreas que participan en la toma de decisiones y de las que realizan las labores de monitoreo, control y registro de las operaciones, evitando posibles conflictos de interés.

Para el caso de los activos alternativos, el comité de alternativos se encarga de revisar la toma de decisiones, control y gestión de riesgo, tomando en cuenta las distintas características de este tipo de activos. En el proceso de gestión de riesgo para activos alternativos participan el directorio, el comité de inversiones y solución de conflictos de interés, la gerencia de inversiones, la gerencia de administración y finanzas, la gerencia de operaciones, la fiscalía y el comité de alternativos. Las áreas de la gerencia de administración y finanzas que participan en el proceso son el departamento de contabilidad y el departamento de tesorería.

## **h. Roles y Responsabilidades**

El directorio de la AFP define los lineamientos principales de la política de gestión de activos alternativos y aprueba las metodologías para el cálculo de las provisiones y semestralmente el programa de activos alternativos.

El comité de inversiones y solución de conflictos de interés revisa periódicamente los indicadores de riesgo asociados a las inversiones en activos alternativos y definidos por el directorio y evalúa sus tendencias para establecer los cursos de acción para cumplir los lineamientos establecidos por el directorio.

La gerencia de inversiones decide las inversiones en activos alternativos para lograr el objetivo de esta política.

La subgerencia de control de inversiones controla las operaciones, valoriza los instrumentos de acuerdo a la normativa vigente y calcula los límites atingentes a cada una de las operaciones realizadas por la gerencia de inversiones. Es la encargada de realizar el seguimiento a la regularización de excesos de límites normativos e internos.

El área de gestión de riesgo mide y monitorea los riesgos asociados a las operaciones con activos alternativos realizadas por la gerencia de inversiones. Informa directamente al comité de inversiones y solución de conflictos de interés acerca del riesgo de las operaciones con activos alternativos.

El departamento de contabilidad registra contablemente las operaciones con activos alternativos para reflejar la valorización de dichas operaciones.

El departamento de tesorería procesa y ejecuta los flujos de pago involucrados en las operaciones con alternativos velando que se cumplan todos los compromisos establecidos en las transacciones, incluyendo la verificación y custodia de los documentos.

La fiscalía revisa y valida la conformidad a la ley de todos los contratos o documentos necesarios, en virtud de las cuales la administradora actuará en nombre de los fondos de pensiones.

El comité de alternativos está conformado por el gerente general, el gerente de inversiones, 2 (dos) subgerentes de inversiones, el fiscal, el personal de la subgerencia de control de inversiones y del área de gestión de riesgo. Debe aprobar los activos alternativos, proponer las metodologías para el cálculo de las provisiones y los cambios en su valor, monitorear los posibles cambios de los riesgos asociados, etc. Se reúne para aprobar cada inversión en alternativos en base al análisis de la gerencia de inversiones, el punto de vista legal, el cumplimiento normativo, la evaluación de riesgo operacional y del riesgo financiero. Esta aprobación define al menos lo siguiente: el alcance de la aprobación; los montos; los usos de los fondos y los plazos; la metodología de valorización; la metodología de cálculo de las provisiones. Las funciones del comité de crédito (que funciona para otro tipo de inversiones respecto de riesgo de crédito y contraparte) son asumidas por el comité de alternativos para esta clase de activos. Este comité se reúne trimestralmente para realizar seguimiento y control, considerando el desempeño de cada inversión, los gastos o comisiones pagadas en el período, y cualquier hecho de importancia que pueda afectar el desempeño de estas inversiones. Puede decidir la enajenación de la inversión en las condiciones que considere como la mejor opción para los fondos de pensiones. Reporta trimestralmente al directorio.

#### **i. Metodología para la Identificación, Clasificación y Evaluación de Riesgos**

Identificación de los siguientes riesgos:

**Riesgo de Valorización.** Es el riesgo implícito en la metodología de valorización, ya que los activos no se transan. Se evalúa si las prácticas del administrador están de acuerdo con métodos de *fair value* y si cumplen con principios contables generalmente aceptados. Se pueden requerir valorizadores independientes.

**Riesgo de Crédito y Contrapartes.** Es el riesgo de que un emisor o contraparte incumpla sus obligaciones o compromisos. Se monitorea el riesgo de crédito y/o contraparte según corresponda, considerando la capacidad de pago y su situación financiera.

**Riesgo de Liquidez.** Es el riesgo asociado a los compromisos de financiamiento que pueden extenderse por varios años. La liquidez para la venta de los activos alternativos es reducida, por lo que para cada inversión se proyecta un flujo de caja esperado de los requerimientos y una evaluación de escenarios de desinversión, como parte de la evaluación y presentación al comité de alternativos.

**Riesgo Operacional.** Es el riesgo asociado a potenciales pérdidas por fallas o existencia de procesos inadecuados, relacionados con el personal, los sistemas de información y control internos y/o acontecimientos externos. Se adoptan medidas de resguardo, identificando los riesgos operacionales propios de estas inversiones, incluyendo registro y transferencia de fondos. Aun cuando los activos alternativos no son susceptibles de ser custodiados, deben ser registrados en entidades de custodia, manteniendo un registro del stock comprometido y suscrito, además de los movimientos que estas inversiones requieran.

**Riesgo Legal.** Es el riesgo de pérdida debido a la no existencia de acuerdos contractuales, procesos legales o sentencias adversas. Se requiere la revisión y conformidad del área de fiscalía de cada inversión en activos alternativos, quien podrá recurrir a asesorías externas si lo considerase necesario. Deben existir las medidas de resguardo que permitan asegurar razonablemente que las inversiones en activos alternativos se encuentran adecuadamente respaldadas.

**Riesgo de Cumplimiento.** Corresponde al riesgo de sanciones legales o normativas y potenciales pérdidas por incumplimiento de los límites de inversión o el incumplimiento de las condiciones pactadas con las contrapartes. El área de *compliance* lleva un registro de los requisitos normativos e internos y comprobará que son incorporados en la documentación de la inversión en activos alternativos.

**Riesgo de Mercado.** Es el riesgo que se origina por cambios de precio del activo objeto y de otras variables de mercado. La medición y gestión de este riesgo se realiza con un criterio de portfolio, identificando la exposición aportada por cada inversión en activos alternativos. Para seguir con un criterio de portafolio y debido a la falta de valorización diaria, se asignarán a cada una de las inversiones índices o *benchmarks* tomando en consideración estilos, geografía o sector, de tal forma de obtener una mejor representación de la clase de activo, ajustado por un factor mayor a uno, de forma de capturar el riesgo idiosincrático de éstos. Con esta asignación se calcularán las volatilidades y correlaciones históricas de cada inversión alternativa con respecto a los demás activos del portafolio y serán incluidas en el monitoreo de riesgo de mercado absoluto y relativo ex-ante.

#### **j. Grado de Tolerancia al Riesgo**

Se relaciona con el tipo de fondo y se define tanto en términos absolutos como relativos con un criterio de portfolio global, es decir, tomando en cuenta las interrelaciones que tiene cada activo dentro de la cartera. El riesgo ex-post y ex-ante se mide e informa en cada sesión ordinaria al directorio y al comité de inversiones y solución de conflictos de interés quienes determinarán si el nivel debe ser ajustado.

## **k. Generación de Reportes y Monitoreo**

Trimestralmente, la gerencia de inversiones debe presentar al comité de inversiones y solución de conflictos de interés, un reporte sobre los activos alternativos (desempeño, gastos y hechos relevantes). También presenta semestralmente al directorio el programa de activos alternativos para su aprobación. Debe monitorear el detalle de los flujos y de las valorizaciones de cada una de las inversiones en alternativos, informando al comité de alternativos trimestralmente y posteriormente al directorio.

El comité de alternativos entrega semestralmente un reporte sobre su funcionamiento al comité de inversiones y solución de conflictos de interés y al directorio.

El área de gestión de riesgo informa mensualmente los indicadores de riesgo de las operaciones con activos alternativos al comité de inversiones y solución de conflictos. Debe monitorear los riesgos para informar oportunamente al comité de alternativos y al comité de inversiones y solución de conflictos de interés, sobre el riesgo incurrido en las inversiones de activos alternativos y tomar las medidas en caso de ser necesario.

La subgerencia de control de inversiones entrega a la gerencia de inversiones reportes con los márgenes establecidos por emisor para cada uno de los fondos de pensiones. También reporta cambios en valorizaciones al comité de alternativos y la gerencia de inversiones. Utiliza sistemas de apoyo diseñados para monitorear que las operaciones con activos alternativos cumplan con la normativa vigente y los lineamientos internos acordados, los que están establecidos en los procedimientos internos.

## **l. Conflictos de Interés**

Se deberán efectuar todas las gestiones que sean necesarias para buscar la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad en las inversiones de los fondos que se administran, atendiendo exclusivamente al interés de los fondos, procurando que las decisiones de inversión no entren en conflicto de interés con las personas relacionadas a la administradora y sus dependientes. La subgerencia de control de inversiones, monitoreará que no se generen conflictos de interés en operaciones con activos alternativos con las personas relacionadas. El área de cumplimiento informa al comité de inversiones y solución de conflictos de interés, el informe de cumplimiento de esta política respecto a los posibles conflictos de interés.

## **m. Toma de Decisiones**

Las funciones relacionadas al proceso de toma de decisiones de las inversiones de los fondos de pensiones se distribuyen en tres instancias: directorio; comité de inversiones y de solución de conflictos de interés; y administración.

## 5. Situación Actual de las Inversiones de las AFAP en Activos Alternativos en Uruguay (2011-2019)

---

En la sección anterior, resumimos la evolución histórica de las inversiones en activos alternativos de las AFP chilenas y el surgimiento y desarrollo de los fondos de inversión de aquel país. Asimismo, sintetizamos las mejores prácticas actuales tanto para las áreas de inversiones y alternativos de las AFP como para los fondos de inversión chilenos. En esta sección, resumimos la evolución reciente de las inversiones en activos alternativos de las AFAP uruguayas y proponemos un diagnóstico del funcionamiento de los vehículos de inversión (fideicomisos financieros).

### 5.1. El Fondo de Ahorro Previsional y las Inversiones Permitidas a las AFAP

El sistema de seguridad social del Uruguay, vigente desde 1996, está basado en un régimen mixto: el régimen de solidaridad intergeneracional administrado por el Banco de Previsión Social (BPS) y el régimen de jubilación por ahorro individual administrado por las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP).<sup>33</sup> Las AFAP son aquellas entidades que administran los aportes personales (y los depósitos voluntarios) de la porción correspondiente al régimen de jubilación por ahorro individual. Estas instituciones administran un Fondo de Ahorro Previsional que es un patrimonio de afectación independiente (separado del patrimonio de la AFAP). Actualmente existen dos Fondos de Ahorro Previsional: uno para aquellos que tienen hasta 55 años (Subfondo de Acumulación) y otro para los mayores de esa edad (Subfondo de Retiro), con un portafolio más conservador en cuanto a los plazos de los instrumentos.

Al 31 de diciembre del 2018, los fondos de los afiliados administrados por las AFAP ascendieron a \$ 500.025 millones (USD 15.433 millones). El total de los fondos administrados se dividen en \$ 406.229 millones (USD 12.538 millones) del Subfondo Acumulación y \$ 93.796 millones (USD 2.895 millones), del Subfondo Retiro.<sup>34</sup> Del total de los fondos administrados, República AFAP concentra aproximadamente USD 8.735 millones (57% del sistema), mientras que la distribución para las restantes administradoras es la siguiente: AFAP Sura administra cerca USD 2.751 millones (18% del sistema), Unión Capital AFAP concentra aproximadamente USD 2.520 millones (16% del sistema), e Integración AFAP administra cerca de USD 1.427 millones (9% del sistema).<sup>35</sup>

Cada AFAP realiza la administración de sus carteras en base a los lineamientos definidos en su política de inversión y cumpliendo lo estipulado por la normativa uruguaya en materia de requerimientos de capital, las inversiones permitidas, los mecanismos de control, la transparencia y la información entregada a los usuarios y el resto de las partes relevantes.<sup>36</sup> En 2017, el BCU emitió los Estándares Mínimos de Gestión para Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional que constituyen un marco de supervisión y una evaluación de la calidad

---

<sup>33</sup> Ver Ley 16.713.

<sup>34</sup> El total de afiliados al régimen a fin de diciembre de 2018 ascendió a 1.415.522 personas, de los que corresponden 1.256.741 al Subfondo de Acumulación y 158.781 al Subfondo de Retiro.

<sup>35</sup> La participación de mercado medida en función del número de afiliados es la siguiente: República AFAP 39,6%, AFAP Sura 23,1%, Unión Capital AFAP 21,3% e Integración AFAP 16,0%.

<sup>36</sup> De todas maneras, la política de inversión de las AFAP no es pública.

de la gestión de los fondos de pensiones en materia de gobierno corporativo y el sistema de gestión de riesgos (de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, reputacional, de lavado de activos y tecnológicos).<sup>37</sup>

La Tabla 1 presenta la composición de los portafolios de inversión al 31 de diciembre de 2018:

**Tabla 1. Inversiones y Máximos Legales de Inversión. Subfondo de Acumulación y de Retiro. Diciembre, 2018.**

	Subfondo de Acumulación		Subfondo de Retiro	
	Real 2018	Máximo legal	Real 2018	Máximo legal
Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria del BCU (Literales A y G)	64%	75%	73%	90%
Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuotapartes de fondos de inversión uruguayos (Literal B)	18%	50%	0%	0%
Depósitos a plazo en moneda nacional o extranjera en bancos instalados en Uruguay (Literales C y H)	5%	30%	14%	30%
Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia (Literales D y E)	9%	15%	6%	20%
Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros	0%	10%	0%	10%
Préstamos personales a afiliados y beneficiarios del sistema de seguridad social (Literales F y K)	1%	15%	3%	5%
Disponibilidades transitorias	3%	Sin tope	4%	Sin tope

Fuente: BCU.

Las inversiones permitidas en el Subfondo de Acumulación contemplan las inversiones en valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuotapartes de fondos de inversión uruguayos (Literal B). Dadas las escasas opciones de inversión disponibles en activos de renta variable local, en la práctica, las inversiones de las AFAP en los activos alternativos comprendidos entre los valores del Literal B son una fuente necesaria de exposición a activos riesgosos como base para una mayor rentabilidad esperada.

<sup>37</sup> Ver BCU (2017).

La Tabla 2 presenta la composición de los portafolios de inversión del Subfondo de Acumulación, por AFAP, al 31 de diciembre de 2018:

**Tabla 2. Subfondo de Acumulación. Activos por AFAP. Diciembre, 2018.**

	AFAP Sura	Integración AFAP	República AFAP	Unión Capital AFAP	Máximo legal
Literal A: Valores emitidos por el Estado y el BCU	72%	66%	60%	68%	75%
Literal B: Valores emitidos por empresas privadas	15%	15%	21%	13%	50%
Literal C: Depósitos a plazo en instituciones financieras	3%	13%	3%	6%	30%
Literal D: Organismos internacionales de crédito	6%	5%	10%	8%	15%
Literal E: Operativa de cobertura	0%	0%	0%	0%	10%
Literal F: Préstamos personales a afiliados (seguridad social)	1%	1%	1%	1%	15%
Suma de Literales A a F en ME:	14%	17%	18%	14%	35%
Disponibilidades:	3%	0%	4%	4%	Sin tope
Total activos (en millones USD) <sup>38</sup>	2.297	1.236	6.927	2.078	

Fuente: BCU.

El Subfondo de Retiro tiene un portafolio más conservador en cuanto a los plazos de los instrumentos, ya que es un fondo para aquellos aportantes de las AFAP que tienen más de 55 años.

La Tabla 3 presenta la composición de los portafolios de inversión del Subfondo de Retiro, por AFAP, al 31 de diciembre de 2018:

<sup>38</sup> Equivalente en millones de dólares.

**Tabla 3. Subfondo de Retiro. Activos por AFAP. Diciembre, 2018.**

	AFAP Sura	Integración AFAP	República AFAP	Unión Capital AFAP	Máximo legal
Literal G: Valores emitidos por el Estado y el BCU	76%	74%	73%	73%	75%
Literal H: Depósitos a plazo en instituciones financieras	11%	20%	14%	16%	50%
Literal I: Organismos internacionales de crédito	5%	2%	7%	5%	30%
Literal J: Operativa de cobertura	0%	0%	0%	0%	15%
Literal K: Préstamos personales a afiliados (seguridad social)	3%	3%	3%	3%	10%
Suma de Literales G a K en ME:	9%	13%	10%	9%	15%
Disponibilidades:	5%	1%	4%	3%	Sin tope
Total activos (en millones USD) <sup>39</sup>	455	191	1.808	441	

Fuente: BCU.

## 5.2. Las Inversiones de las AFAP en Activos Alternativos

La Ley de Fideicomisos del 2003 constituyó una pieza clave en la trayectoria de inversión de las AFAP en la medida que favoreció el desarrollo en Uruguay de un mercado de securitización de flujos a través de la emisión de títulos de fideicomisos financieros (ver Larzabal, 2017). Los vehículos de inversión utilizados en estas emisiones son los fideicomisos financieros con títulos de deuda (renta fija), certificados de participación (renta variable) o títulos mixtos. La estructura de los fideicomisos financieros uruguayos es asimilable (salvando las distancias) a la estructura de las *limited partnerships* en la medida que existe un inversor que realiza el mayor aporte de capital (normalmente un inversor institucional – AFAP) que confía la administración y gestión del proyecto a un fiduciario. Si bien el fiduciario es el responsable último de la administración del fideicomiso, éste contrata a un equipo profesional que realiza la tarea de ser el operador / gestor del negocio del fideicomiso financiero.<sup>40</sup>

<sup>39</sup> Equivalente en millones de dólares.

<sup>40</sup> Ver sección 5.3 para más detalles sobre los fideicomisos financieros.

En julio de 2011 se produjo la primera emisión de certificados de participación de un fideicomiso financiero en Uruguay. Se trató de la emisión Bosques del Uruguay (BDU); el fiduciario de BDU es EF Asset Management y el operador / gestor es Agroempresa Forestal. El objeto de BDU es comprar tierras para desarrollar bosques. Desde entonces las AFAP han invertido casi USD 2.500 millones en vehículos de inversión cuyo objeto es realizar o financiar proyectos de infraestructura, energía, desarrollo de tierras forestales, agricultura y proyectos inmobiliarios urbanos (estos montos están o bien ya invertidos o comprometidos a ser invertidos en fideicomisos ya emitidos).

Concretamente, en el período 2011-2019, las AFAP han realizado inversiones en activos alternativos por el equivalente a USD 2.456 millones. Actualmente, la desagregación de las inversiones alternativas de las AFAP por sector de actividad es de la siguiente manera:

- Infraestructura y energía: USD 1.068 millones;
- Tierras forestales: USD 809 millones;
- Tierras agrícolas: USD 300 millones;
- Proyectos inmobiliarios urbanos: USD 279 millones.

La Tabla 4 presenta la información del stock de activos alternativos emitidos en Uruguay:

**Tabla 4. Stock de Activos Alternativos Emitidos en Uruguay, 2011-2019.**

	MONTO	SECTOR	FIDUCIARIO	ADMINISTRADOR	EMISION	TITULOS
FF BDU I	50 MM	TIERRAS FORESTALES	EF AM	AGROEMPRESA FORESTAL	2011	FF CP
FF RENTAS INMOBILIARIAS	60 MM	INMOBILIARIO URBANO	EF AM	INDEPENDENCIA	2012	FF TM
FF TORRES NUEVOCENTRO	50 MM	INMOBILIARIO URBANO	TRUST	CAMPIGLIA	2013	FF CP
FF TIERRAS DEL URUGUAY	52 MM	TIERRAS FORESTALES	WINTERBOTHAM	FMS	2013	FF CP
FF COMPASS I	97 MM	INMOBILIARIO URBANO	EF AM	COMPASS	2014	FF CP
FF MONTES DEL ESTE	56,5 MM	TIERRAS FORESTALES	TMF URUGUAY	CAMBIUM	2014	FF CP
FF UTE ARIAS	53,6 MM	INFRAESTRUCTURA	RAFISA	UTE	2015	FF CP
FF UTE PAMPA	97 MM	INFRAESTRUCTURA	RAFISA	UTE	2015	FF CP
FF CASASURU	17 MM	INMOBILIARIO URBANO	EF AM	CASASURU	2015	FF CP
FF CAMPOS SUSTENTABLES	50 MM	TIERRAS AGRICOLAS	TRUST	OKARA	2015	FF CP
FF BDU II	70 MM	TIERRAS FORESTALES	EF AM	AGROEMPRESA FORESTAL	2015	FF CP
CAF AM I	350 MM	INFRAESTRUCTURA	RAFISA	CAF AM	2016	FF CP
ACCIONES AREAFLIN	67 MM	INFRAESTRUCTURA	RAFISA	UTE	2016	
FF TIERRAS IRRIGADAS I	50 MM	TIERRAS AGRICOLAS	TMF URUGUAY	BEARING AGRO	2016	FF CP
FF BDU III	190 MM	TIERRAS FORESTALES	EF AM	AGROEMPRESA FORESTAL	2016	FF CP
FF PENINSULA RENTALS	55 MM	INMOBILIARIO URBANO	TMF URUGUAY	PENINSULA	2017	FF CP
FF FORESTAL TERRALIGNA	60,5 MM	TIERRAS FORESTALES	TMF URUGUAY	CAMBIUM	2017	FF CP
CAF AM II	500 MM	INFRAESTRUCTURA	CONAFIN AFISA	CAF AM	2018	FF CP
FF TIERRAS DEL LITORAL	50 MM	TIERRAS AGRICOLAS	WINTERBOTHAM	AGROPECUARIA DEL LITORAL	2018	FF TM
FF TIERRAS IRRIGADAS II	150 MM	TIERRAS AGRICOLAS	TMF URUGUAY	BEARING AGRO	2018	FF CP
FF BDU IV	330 MM	TIERRAS FORESTALES	EF AM	AGROEMPRESA FORESTAL	2019	FF CP

Fuente: BCU.

### 5.3. Los Fideicomisos Financieros

En Uruguay, el artículo 1 de la Ley 17.703, establece que “el fideicomiso es el negocio jurídico por medio del cual se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de derechos de propiedad (...) que son transmitidos por el fideicomitente al fiduciario para que los administre o ejerza de conformidad con las instrucciones contenidas en el fideicomiso, en beneficio de una persona (beneficiario), que es designada en el mismo, y la restituya al cumplimiento del plazo o condición al fideicomitente o la transmita al beneficiario”. Los bienes y derechos fideicomitados constituyen un patrimonio de afectación, separado e independiente de los patrimonios del fideicomitente, del fiduciario y del beneficiario. El conjunto de bienes y derechos fideicomitados deberá individualizarse en el instrumento que los determine. La Figura 4 representa sintéticamente los vínculos entre los fideicomitentes, el fiduciario y los beneficiarios en el contrato de fideicomiso. Cabe distinguir los siguientes sujetos:

El **Fideicomitente** es el titular original de los bienes o derechos y quien los transfiere al fideicomiso bajo una serie de instrucciones específicas. El fideicomitente puede ser, a la vez, beneficiario.

El **Beneficiario** es la persona o conjunto de personas designadas para recibir los frutos del fideicomiso en el documento de fideicomiso.

El **Fiduciario** es el sujeto que recibe los bienes fideicomitados en un patrimonio de afectación separado al suyo personal, para administrarlo en los términos definidos en el documento de constitución del fideicomiso. El fiduciario tiene la obligación de llevar a cabo las instrucciones y defender los bienes fideicomitados, frente a terceros y eventualmente, frente al beneficiario. Su estándar de responsabilidad frente al fideicomitente y beneficiario, es el previsto para los administradores de sociedades: la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios.

El fideicomiso financiero (FF) es “aquel negocio de fideicomiso cuyos beneficiarios sean titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario, de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso, o de títulos mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación sobre el remanente.”<sup>41</sup> En Uruguay, solamente pueden ser fiduciarios en un fideicomiso financiero las entidades de intermediación financiera o las sociedades administradoras de fondos de inversión.<sup>42</sup>

Cuando una AFAP invierte en un título de deuda (TD) de un FF, básicamente está invirtiendo en una obligación del emisor de repagar el capital y los intereses en determinado plazo. Cuando una AFAP invierte en un certificado de participación (CP) de un fideicomiso financiero, básicamente está invirtiendo en un proyecto de inversión. A diferencia de una empresa en marcha, no se dispone de balances históricos que se puedan analizar, ni niveles de subordinación que brinden cobertura al capital que se invierte. El documento de emisión de un FF establece un marco de funcionamiento, gestión e implementación del proyecto que generará como resultado final una TIR determinada. Cuando una AFAP invierte en un título

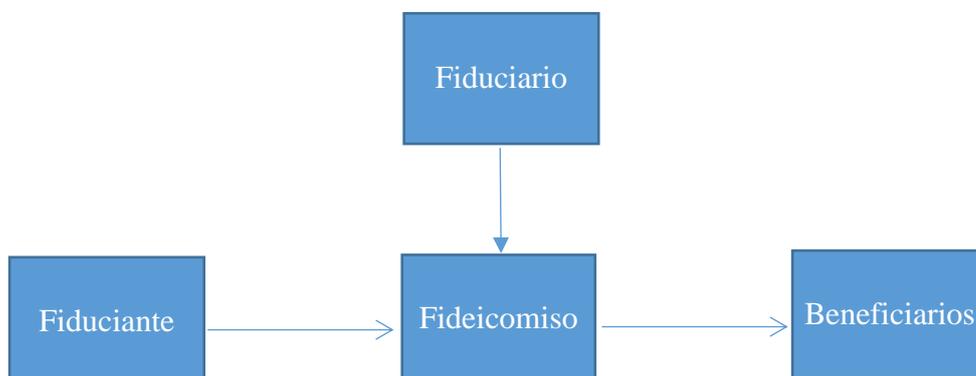
---

<sup>41</sup> Ley 17.703 (artículo 25).

<sup>42</sup> Ley 17.703 (artículo 26).

mixto de un FF, básicamente está invirtiendo en un vehículo que ofrece una combinación de flujos de renta fija y de renta variable.

**Figura 4: La Estructura de los Fideicomisos Financieros en Uruguay**



El contrato de fideicomiso estipula una obligación principal del fiduciario: cumplir la gestión encargada de los bienes fideicomitidos de acuerdo con las instrucciones del fideicomitente. Asimismo, el fiduciario tiene la obligación de rendir cuentas al menos una vez al año, no pudiendo exonerarse de esta obligación. Esta obligación de rendir cuentas “es la forma práctica de mostrar si ha cumplido correctamente con el mandato fiduciario” (Porcaro y Malumian (2003)). El contrato de fideicomiso explicita la obligación del fiduciante de abonar una remuneración al fiduciario por su actividad (Caffera (2003)).

En la práctica, el fiduciario contrata a un equipo profesional operador / gestor que realiza la operación o gestión del proyecto en los términos definidos en el contrato del fideicomiso y en el contrato de gestión firmado entre el fiduciario y el operador / gestor. El fiduciario tiene la responsabilidad de controlar que el operador / gestor cumpla con sus obligaciones y el operador / gestor es el responsable de implementar el proyecto de inversión. En la práctica uruguaya, el fiduciario toma la responsabilidad de defender los bienes fideicomitidos, controlando que el operador / gestor cumpla con sus obligaciones contractuales.

La realidad actual en Uruguay indica que en la mayoría de los fideicomisos financieros de oferta pública el operador / gestor del mismo, es quien inicialmente fue el sponsor del proyecto, quien ha tenido la iniciativa de ofrecer la oportunidad de inversión a los distintos inversores institucionales con la intención de prestar los servicios de gestión y operación, en función de su conocimiento del sector de actividad y de su capacidad de gestión.

En algunos casos, el operador / gestor cuenta con un comité de inversiones que toma las principales decisiones de inversión del fideicomiso. El fideicomiso cuenta normalmente con un comité de vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del fiduciario y del gestor y del manejo de conflictos de interés. El comité de vigilancia tiene por cometido supervisar de forma constante la ejecución del plan de negocios. La conveniencia de contar con este órgano radica en la necesidad de abatir los riesgos asociados a eventuales desvíos en la ejecución del plan de negocios, desarrollando una actividad de contralor permanente del cumplimiento de las

obligaciones asumidas por el operador / gestor. Las obligaciones del comité de vigilancia están definidas en el contrato de fideicomiso. En la práctica, el comité de vigilancia de los fideicomisos financieros uruguayos está integrado por una sola persona.

#### **5.4. Un Diagnóstico sobre el Funcionamiento Actual de los Vehículos para la Inversión en Activos Alternativos en Uruguay (2011-2019)**

Las inversiones de las AFAP en certificados de participación de los FF son prácticamente las únicas opciones de inversiones en renta variable local. A la hora de analizar estas inversiones, las AFAP realizan un *due diligence* del proyecto, frecuentemente buscando el asesoramiento de trabajos de consultoría externa e independiente. A la hora de seleccionar un proyecto, los equipos de inversión de las AFAP dan preponderancia a evaluar el *character* y poder identificar un probado *track record* del fiduciario y, más especialmente, del operador / gestor del fideicomiso. Además, las AFAP analizan el plan de negocios planteado por el operador / gestor y exigen auditorías de los modelos financieros presentados y un análisis tributario. De todas maneras, no existe información pública sobre la política de inversiones de cada AFAP en materia de activos alternativos ni sobre el alcance de los procedimientos para el *due diligence* para cada inversión alternativa.

La realidad actual en Uruguay indica que en la mayoría de los fideicomisos financieros la empresa que dará los servicios de operador / gestor es quien ha tenido la iniciativa de ser el sponsor del proyecto. El operador / gestor es quien propone el plan de negocios y propone un equipo ejecutivo para ejecutarlo, siguiendo las políticas del contrato del fideicomiso y del contrato de gestión firmado entre el operador / gestor y el fiduciario.

El contrato de fideicomiso prevé las reglas del mismo, es decir las obligaciones y responsabilidades de cada una de las partes (fiduciario, operador / gestor, comité de vigilancia, auditores, etc.). En este sentido, una instancia importante del trabajo de *due diligence* de las AFAP consiste en identificar los aspectos contractuales y las definiciones de la gobernanza del vehículo de inversión que permitan alinear sus intereses y los del sponsor / gestor. Existen algunos elementos clave como mecanismos de alineación de intereses:

- Exigencia de coinvertición de capital en el proyecto: siguiendo una práctica habitual en la industria de *private equity*, las AFAP (*LP*) requieren al sponsor / administrador / operador un aporte inicial de capital que puede depender del riesgo del proyecto y del *track record* y *character* del sponsor / operador / gestor. De todas maneras, los aportes de capital efectivamente requeridos en las emisiones recientes han sido de distintos niveles y están en un rango desde el 10% de la inversión a un aporte de capital casi nulo en algunos casos. Por otro lado, si bien las mejores prácticas de la industria indican que el aporte de capital debe ser en efectivo y en línea con los *capital calls* (*pari passu*), en algunos casos el compromiso de participación del administrador ha sido en la forma de ir comprando CPs a lo largo del tiempo. Desde el punto de vista de la alineación de intereses entre el socio inversor y el gestor, no es lo mismo dejar de ganar comisiones que exponer su propio capital invertido;
- La remuneración del operador / gestor tiene una estructura de comisiones fijas y comisiones de éxito (*success fees*) en caso que los retornos de las inversiones superen

las hurdle rates definidas en el contrato de fideicomiso.<sup>43</sup> Las comisiones de administración pagadas en los fideicomisos uruguayos son relativamente bajas y están alineadas con los antecedentes regionales e internacionales;

- Fijación de estándares mínimos de gestión claramente definidos en el contrato de fideicomiso que habilitan a la remoción del operador / gestor, del fiduciario o del comité de vigilancia;
- Normalmente, las AFAP exigen exclusividad de las actividades del operador / gestor, por lo menos hasta la finalización de la etapa de inversión del FF.

Las AFAP, además, exigen una política de reporting periódica y establecen que los activos de los fideicomisos deben tener al menos una valuación anual efectuada por un tasador independiente con reconocido *track record* designado por el fiduciario.

Existen algunos aspectos idiosincrásicos en el funcionamiento de los vehículos para las inversiones en activos alternativos de las AFAP en Uruguay:

- Los fideicomisos financieros emitidos tienen un plazo que en casos concretos llega a los 30 años y los proyectos, en la mayoría de los casos, asumen la venta o realización del “*terminal value*” al vencimiento, asumiendo una venta en bloque.
- Se trata de emisiones de alto volumen (normalmente entre USD 50 y 500 millones) y los activos en los que invierten los vehículos especiales (fideicomisos) son activos reales. El *ownership* es del vehículo financiero;
- En un caso concreto, el fideicomiso financiero emitido era relativamente pequeño y esto dificultó el funcionamiento del mismo; por ejemplo, en la medida que dicho fideicomiso funcionó sin tener un comité de vigilancia nombrado durante un período de dos años (FF CASASURU);
- Según se nos ha informado, los equipos de gestión de inversiones de las AFAP realizan un control activo de las operaciones de los fideicomisos (“pasivos en la gestión, activos en el control”). De todas maneras, deben ser cuidadosos en mantener los canales de comunicación establecidos, pasando siempre por el fiduciario, para mantener una comunicación ordenada con el operador / gestor;
- Los fideicomisos financieros son de oferta pública, algo que los diferencia en gran medida con el concepto general de “alternativos”. En este sentido, llama la atención que la información de la rendición de cuentas no es pública en Uruguay;
- No hay una co-existencia con otra clase de inversores que tengan una especialización en el negocio o que sean un “*strategic investor*”, de forma que este socio estratégico aporte su conocimiento en el negocio o sector de actividad;
- Heterogeneidad en la exigencia de coinversión de capital por parte de los sponsors / administradores y en el requerimiento de que este aporte sea realizado al inicio del proyecto;
- En algunos casos, las fortalezas de los operadores / gestores uruguayos han estado basadas en las capacidades empresariales de su ejecutivo principal, y en menor medida,

---

<sup>43</sup> El *success fee* es cobrado al final del proyecto y no se permite cobro de comisiones por éxito en períodos intermedios.

en una estructura organizacional que favorezca instancias formales de tomas de decisiones;

- Ausencia de una certificación internacional o calificación de riesgo en algunos fiduciarios;
- En la mayoría de los casos, el comité de vigilancia está integrado por una sola persona;
- En un caso concreto, la figura del comité de vigilancia ha desarrollado funciones más bien propias del administrador / gestor del proyecto; esta situación ha respondido al cambio de objeto de un fideicomiso (FF TORRES NUEVOCENTRO);
- En algunos casos, los fiduciarios han firmado contratos de indemnidad con los operadores / gestores, previendo casos de eventuales reclamaciones vinculadas a los fideicomisos (estos contratos de indemnidad no son información pública);
- Recientemente, se ha visto una tendencia de las AFAP a aumentar su foco en las consideraciones sobre temas de *Environmental, Social and Governance* (ESG, por su sigla en inglés). Esta tendencia es saludable ya que eleva el estándar de gestión y de análisis de las inversiones de los inversores institucionales uruguayos y traslada nuevas ideas y buenas prácticas a los gestores de activos locales (ver Sección 5.5.).

Propio de una economía pequeña, en Uruguay existe una oferta reducida de fiduciarios y la realidad es que el número de operadores / gestores es bajo. Por ejemplo, existe una marcada concentración de las inversiones alternativas de las AFAP en un número reducido de fiduciarios. En concreto, EF AM es el fiduciario de los siguientes fideicomisos: FF BDU I, II, III y IV, FF RENTAS INMOBILIARIAS y FF CASASURU. El total de los activos administrados por EF AM es el equivalente a USD 717 millones. Esta cifra representa un 5,7 % del Subfondo de Acumulación.<sup>44</sup> Por otro lado, República AFISA es el fiduciario de los siguientes fideicomisos: FF UTE ARIAS, FF UTE PAMPA, CAF AM I, ACCIONES AREAFLIN y FF COMPASS I. El total de los activos administrados por República AFISA es el equivalente a USD 665 millones. Esta cifra representa un 5,3 % del Subfondo de Acumulación. Además, CONAFIN AFISA es el fiduciario del fideicomiso financiero CAF AM II. El total de los activos administrados por CONAFIN AFISA es el equivalente a USD 500 millones. Esta cifra representa un 4,0 % del Subfondo de Acumulación.

Además, existe una marcada concentración de las inversiones alternativas de las AFAP en un número reducido de gestores / operadores. Por ejemplo, para los proyectos de participación pública-privada (PPP) de infraestructura las AFAP han decidido canalizar las inversiones a través de vehículos especializados con un administrador con reconocido *track record*: CAF AM. En 2016, CAF AM emitió el Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay I y en 2018 el Fondo de Deuda para Infraestructura en Uruguay II. Esta cifra representa un 6,4 % del Subfondo de Acumulación.<sup>45</sup> Por otro lado, en el sector forestal, Agroempresa Forestal (AF) emitió los FF Bosques del Uruguay 1, 2, 3 y 4 en 2011, 2015, 2017 y 2019 por un total de

---

<sup>44</sup> Como se verá en la sección 7, la normativa del Banco Central del Uruguay en materia de límites de inversión prevé un límite máximo de inversión por fiduciario del 12,5% del activo del Subfondo de Acumulación. La nueva propuesta normativa del BCU propone llevarlo al 20%.

<sup>45</sup> Como se verá en la sección 7, la normativa del Banco Central del Uruguay en materia de límites de inversión no define ningún máximo de inversión por operador / gestor.

USD 640 millones. Con la reciente emisión del Bosques del Uruguay 4, el total de activos gestionados por AF representa un 5,1% del Subfondo de Acumulación.

Es innegable que los niveles de concentración de las inversiones de las AFAP en algunos fiduciarios y en algunos operadores / gestores locales aparecen como elevados, en cualquier comparación con otros parámetros en la región o el resto del mundo. Frente a esta realidad de concentración elevada en la exposición de las AFAP en ciertos riesgos operativos y del negocio, existen dos recomendaciones concretas. Por un lado, la consideración de la pertinencia de la existencia de límites de inversión, tanto a nivel de la regulación como a nivel de las políticas de inversión de cada AFAP. La segunda recomendación – la mejor que podemos ofrecer – es fortalecer los procesos y los sistemas de gobierno corporativo de los vehículos de inversión. De hecho, el énfasis en las oportunidades de mejora del gobierno corporativo de los vehículos de inversión locales se basa en el reconocimiento de que la realidad uruguaya en materia de fiduciarios y gestores / operadores de fideicomisos financieros tenderá a ser relativamente concentrada.

#### **5.4.1. La Visión de los Fiduciarios y el Control de la Gestión del Negocio de los Fideicomisos Financieros**

El fiduciario es el sujeto que recibe los bienes fideicomitidos en un patrimonio de afectación separado al propio, para administrarlo en los términos definidos en el contrato del fideicomiso y defender los bienes fideicomitidos. Para el fiduciario rige el estándar de actuación previsto para los administradores de sociedades: la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios. Tanto la ley uruguaya como la actuación del regulador (BCU) indican que el fiduciario es el responsable de tutelar los bienes del fideicomiso, debiendo verificar la ejecución del plan de negocios, de acuerdo a las políticas y las buenas prácticas estipuladas en el contrato del fideicomiso y en el contrato de gestión firmado con el operador / gestor.

Según lo extraído de nuestros intercambios con las distintas partes relevantes, existen diferentes niveles de involucramiento de los fiduciarios en aquellos aspectos relacionados con el control de la gestión del operador / gestor. Algunos fiduciarios realizan un control de la ejecución del plan de negocios de carácter documentario y formal: el fiduciario verifica que se cumplan los procedimientos establecidos en los contratos antes mencionados. Otros fiduciarios actúan con mayor involucramiento en su rol de supervisar la actividad del operador / gestor, interviniendo en distintos aspectos que puedan o no estar presentes en los contratos relevantes y llegando a proponer ideas de mejoras para el desempeño de la actividad del operador / gestor. Dado que el fiduciario tiene la obligación de defender los bienes fideicomitidos y que su estándar de responsabilidad es el de la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios, es natural preguntarse cuál debe ser el alcance de la actuación del fiduciario para monitorear la gestión del operador / gestor, más allá de los aspectos formales.

Si bien el fiduciario controla que la gestión del operador / gestor se adecúe a los términos de los contratos relevantes y a las buenas prácticas empresariales, es el comité de vigilancia quien asume el rol de evaluar la razonabilidad de las decisiones empresariales del operador / gestor. Hasta donde entendemos, esto se hace *ex post* y no sería el rol del comité de vigilancia (ni del

fiduciario) intervenir en las decisiones de inversión propias del gestor, lo que constituye una adecuada separación de responsabilidades. De acuerdo con la información recabada, los comités de vigilancia de los FF uruguayos han actuado con altos niveles de profesionalismo. Aún así, y dada la mayor escala de los fideicomisos financieros emitidos recientemente, resulta oportuno evaluar la posibilidad de fortalecer los equipos y las remuneraciones de los comités de vigilancia que participan en los fideicomisos financieros uruguayos de mayor volumen, de manera de dotarlos de mayores herramientas para realizar el seguimiento operativo y la evaluación de la ejecución del plan de negocios del gestor, alineando su composición al estándar regional de acuerdo al cual un comité de vigilancia está normalmente integrado por tres personas.

Otro aspecto que debería evaluarse, con el objetivo de mejorar la toma de decisiones económicas del operador / gestor, además del monitoreo de las mismas y la evaluación de la implementación del plan de negocios, es su propia estructura organizacional. Una posibilidad es fortalecer los equipos de control interno de los operadores / gestores como exigencia en los contratos de fideicomiso, incluso previendo que la unidad de control interno reporte directamente al directorio del operador / gestor o a alguno de sus comités. Además, es importante evaluar y favorecer la configuración de los directorios de los operadores / gestores y su rol de monitoreo de las actividades de su equipo ejecutivo. Esta recomendación apunta a que los operadores / gestores incorporen miembros profesionales (no ejecutivos) a sus directorios, estableciendo un mecanismo formal de *checks and balances* de las decisiones del equipo ejecutivo. Es fundamental que los miembros no ejecutivos del directorio del operador / gestor sean realmente independientes ya que, si en la práctica, los miembros no ejecutivos del directorio no aportaran criterios de independencia para la toma de decisiones, es dudosa la efectividad que se lograría con este supuesto fortalecimiento interno (más allá de aportar un mero formalismo). Otra posibilidad es reforzar los comités de inversión de los gestores, incluyendo personas idóneas e independientes que no sean empleados formales del gestor.

### **5.5. Los Nuevos Estándares de las Decisiones de Inversión: Medio Ambiente, Sociedad y Gobierno Corporativo**

En el año 2006, la Organización de Naciones Unidas (ONU) estableció la iniciativa *Principles for Responsible Investment (PRI)*, una asociación con una red internacional de signatarios que pone en práctica los seis principios para la inversión responsable. Sus objetivos son entender las implicaciones de los factores ambientales, sociales y de gobernanza, y ayudar a sus signatarios en la integración de estos factores en sus decisiones de inversión. Actualmente, existen 2300 inversores institucionales en el mundo que se han integrado a los PRI.

A continuación presentamos los seis principios generales de *PRI*:

1. Incorporaremos las cuestiones *ESG* en el análisis de la inversión y los procesos de toma de decisiones.
2. Seremos propietarios activos e incorporaremos cuestiones *ESG* en nuestras políticas y prácticas de inversión.

3. Requeriremos información adecuada sobre cuestiones *ESG* de las entidades en las que invertimos.
4. Promoveremos la aceptación y la implementación de los principios dentro del sector de inversiones.
5. Trabajaremos juntos para mejorar nuestra efectividad implementando los principios.
6. Reportaremos acerca de nuestras actividades y progreso al implementar los principios.

Los signatarios de los *PRI* se comprometen a integrar sus principios a sus procesos de inversión. Si bien la iniciativa *PRI* tomó fuerza inicialmente en los mercados más desarrollados (Estados Unidos, Europa, Australia y Canadá), actualmente los inversores institucionales de América Latina están haciendo esfuerzos para evaluar si pueden adherirse a estos principios y prácticas de inversión de nivel global. De hecho, algunas AFAP están considerando ser signatarios y comprometerse con los *PRI*, entre otras cosas, por considerar que constituyen una herramienta para elevar el estándar de la toma de sus decisiones de inversión y en definitiva como camino a ser un mejor inversor, mitigando a la vez riesgos potencialmente importantes.

Como contrapartida se requiere que los gestores adopten los estándares adecuados y los informen a sus inversionistas.

## **6 Propuestas para la Implementación de las Políticas de Inversión de las AFAP en Activos Alternativos y para la Estructuración y el Gobierno Corporativo de los Fideicomisos Financieros en Uruguay**

---

La Tabla 5 presenta una propuesta para la implementación de las políticas de inversión de las AFAP en activos alternativos y para la estructuración y el gobierno corporativo de los fideicomisos financieros en Uruguay. Las prácticas presentadas deben interpretarse como útiles y necesarias en muchos casos, pero puede haber excepciones. Por lo mismo, el espíritu tras dichas propuestas es uno de “cumplir o explicar”.

Una manera de entender el orden de las propuestas en la Tabla 5 es que tienen un sentido cronológico: las primeras propuestas se refieren a varios elementos vinculados al *due diligence* (el análisis de la inversión y el diseño del contrato del fideicomiso); las siguientes se refieren a las definiciones del rol y los procedimientos del fiduciario y a las tareas del operador / gestor y del comité de vigilancia; otras propuestas se refieren a la entrega de la información y la transparencia del funcionamiento de los vehículos de inversión, incluyendo las valoraciones independientes; finalmente, otras propuestas se refieren a la evaluación de la información de la rendición de cuentas, por parte de los titulares y a las eventuales decisiones sobre remociones.

**Tabla 5. Propuesta de Buenas Prácticas para las Políticas de Inversión de las AFAP en activos alternativos y para la estructuración y el gobierno corporativo de los Fideicomisos Financieros en Uruguay**

	Ámbito	Tema	Responsable	Práctica
1	Titulares / Cada AFAP	Cuestionario (DDQ)	Cada AFAP	Para fortalecer el <i>accountability</i> sobre las decisiones de inversión en activos alternativos, cada AFAP posee un cuestionario elaborado con especialistas para realizar el <i>due diligence</i> de los fideicomisos financieros, sus políticas y el contrato de fideicomiso antes de invertir en ellos. Las políticas de <i>due diligence</i> son públicas, permitiendo al mercado, los afiliados de las AFAP y las autoridades formarse un juicio sobre su idoneidad.
2	Titulares / Cada AFAP	<i>Due diligence</i> del contrato del fideicomiso	Cada AFAP	Realiza un <i>due diligence</i> del fideicomiso financiero, sus políticas y el contrato de fideicomiso antes de invertir en ellos, contemplando: i. Condiciones de liquidez y mecanismos de salida o desinversión; ii. Valorizaciones: inicialmente, dos valuaciones independientes, encargadas por el fiduciario o potencial fiduciario; anualmente, dos valuaciones independientes; iii. Cobro de comisiones y alineación de incentivos. Costos de Administración; iv. Modalidad de transacción; v. Verifica que el operador / gestor co-invierta en los proyectos, cuando sea pertinente por lo menos 1% del valor del vehículo <i>upfront</i> (o <i>pari passu</i> ); vi. Definir la existencia de un comité de vigilancia; vii. Definición de los roles y responsabilidades del fiduciario, operador/gestor y del comité de vigilancia; viii. Mecanismos de remoción del fiduciario, operador/gestor y del comité de vigilancia; ix. Manejo de conflictos de interés para cada activo específico; x. Establecimiento de criterios para controlar las eventuales transacciones con las <u>personas vinculadas</u> . El contrato de fideicomiso debe ser información pública ya que se invierten ahorros de terceros en estos vehículos de inversión.
3	Titulares / Cada AFAP	<i>Due diligence</i> del Operador / Gestor	Cada AFAP	Verifica que el <i>due diligence</i> del operador / gestor incluya al menos los siguientes aspectos: i. Requisitos para el operador / gestor, según el activo de que se trate ( <i>track record</i> , idoneidad, equipos, procesos, respaldos); ii. Exclusividad en la dedicación del operador; iii. Establecimiento de <i>key persons</i> y los resguardos frente a su salida o reemplazo; iv. Resguardos ante <u>cambios de control</u> ; v. Verificar que el operador / gestor cuenta con un directorio con una política y/o documento formal que detalla sus roles y funciones, idealmente con al menos un miembro independiente; vi. Verificar que el operador / gestor cuenta con un comité de inversiones adecuado (con al menos un miembro independiente) y con políticas escritas en un documento formal que detallen sus roles y funciones y la política de inversión; vii. Verificar que el operador / gestor cuenta con un sistema de control interno y <i>compliance</i> adecuado y con políticas escritas en un documento formal que detallen sus roles y funciones; viii. <i>Due diligence</i> del contrato de gestión (entre el fiduciario y el operador / gestor).

4	Titulares / Cada AFAP	<i>Due diligence</i> del Fiduciario	Cada AFAP	Realiza un <i>due diligence</i> sobre el fiduciario, abarcando al menos lo siguiente: i. Requisitos ( <i>track record</i> , idoneidad, equipos, procesos, respaldos, certificaciones, calificaciones); ii. Verificar que el fiduciario cuenta con un directorio con una política y/o documento formal que detalla sus roles y funciones; iii. Establecimiento de <i>key persons</i> y los resguardos frente a su salida o reemplazo; iv. Resguardos frente a <u>cambios de control</u> ; v. Verificar requerimiento de depósito de garantía.
5	Órganos de Dirección del Fideicomiso Financiero	Comité de Vigilancia	Asamblea de Titulares	Designa un comité de vigilancia formalmente contratado por el fiduciario, integrado idealmente por tres personas independientes del fiduciario, del operador / gestor y de las AFAP. Estudia la idoneidad del comité de vigilancia verificando los requisitos según el sector de actividad de la inversión y las características del fideicomiso financiero de que se trate ( <i>track record</i> , idoneidad, equipos, procesos, respaldo).
6	Titulares / Cada AFAP	Titulares	Cada AFAP	Verifica que su propia organización (cada AFAP) cuenta con un equipo con las capacidades y procesos suficientes para realizar y controlar las inversiones en activos alternativos. Cada AFAP debe contar con una política de inversión en activos alternativos y la misma debe ser pública, en aras de la transparencia y el <i>accountability</i> . Esta política debe detallar el contenido del <i>due diligence</i> para las inversiones alternativas.
7	Titulares / Cada AFAP	Titulares	Fiduciario	Verifica las condiciones y cláusulas del contrato de fideicomiso que dan garantías de seguridad del cumplimiento del propósito de inversión del vehículo. El contrato de fideicomiso debe ser información pública.
8	Órganos de Dirección del Fideicomiso Financiero	Titulares	Fiduciario	Rendición de cuentas. Cualquier información que el fiduciario entrega a un aportante es entregada o puesta a disposición de todos los titulares del fideicomiso financiero y del mercado. Los estados financieros auditados del fideicomiso y los informes comprendidos en la rendición de cuentas (del fiduciario, del operador / gestor y del comité de vigilancia) deben ser públicos.
9	Órganos de Dirección del Fideicomiso Financiero	Comité de vigilancia	Cada AFAP	El contrato de fideicomiso determina las funciones que permiten y facilitan un mejor cumplimiento del rol del comité de vigilancia y de sus objetivos.
10	Órganos de Dirección del Fideicomiso Financiero	Comité de vigilancia	Comité de vigilancia	Es su responsabilidad y deber contratar los servicios que estime necesarios para el adecuado y suficiente ejercicio de sus funciones en la forma establecida en el respectivo contrato de fideicomiso. Verifica las condiciones de las transacciones del fideicomiso (compras / ventas / contrataciones), velando por que las mismas tengan precios de mercado. <i>Reporting</i> periódico de los aspectos vinculados al desarrollo del negocio del fideicomiso. Los reportes del comité de vigilancia no deberían revelar información estratégica sensible que pueda perjudicar el éxito del fideicomiso, pero sí deben ser públicos.

11	Órganos de Dirección del Fideicomiso Financiero	Comité de vigilancia	Fiduciario	El fiduciario adopta las medidas tendientes a facilitar que los miembros de los comités de vigilancia respectivos se reúnan periódicamente con los ejecutivos del operador / gestor, o cada vez que ello sea necesario o conveniente.
12	Órganos de Dirección del Fideicomiso Financiero	Directorio	Operador / Gestor	Cuenta con una política y/o documento formal que detalla los roles y funciones de su directorio.
13	Órganos de Dirección del Fideicomiso Financiero	Directorio	Directorio del Operador / Gestor	De acuerdo a las características que le son propias, cuenta con directores independientes.
14	Órganos de Dirección del Fideicomiso Financiero	Directorio	Directorio del Operador / Gestor / Comité de Inversiones	Puede contratar asesores externos para un mejor análisis de determinadas materias, según amerite.
15	Órganos de la Administración o Gestión del Fideicomiso Financiero	Directorio	Directorio del Operador / Gestor	Ha definido los sistemas o procedimientos objetivos, tendientes a asegurar que las remuneraciones de los principales ejecutivos y directores se ajusten a sus responsabilidades, promoviendo en ellos la dedicación suficiente requerida por el cargo.
16	Órganos de la Administración o Gestión del Fideicomiso Financiero	Directorio	Directorio del Operador / Gestor	Aprueba la política general de compensaciones para sus ejecutivos principales, orientada a proteger que los intereses de éstos estén debidamente alineados a los objetivos de largo plazo de los fideicomisos que gestiona.
17	Órganos de la Administración o Gestión del Fideicomiso Financiero	Directorio	Directorio del Operador / Gestor	Aprueba las condiciones y términos de los nuevos fideicomisos que administra y los nuevos negocios que desarrolla. En particular, el directorio debe tener una política para lidiar con los posibles conflictos de interés entre los distintos fideicomisos gestionados por un mismo operador.
18	Órganos de la Administración o Gestión del Fideicomiso Financiero	Directorio	Directorio del Operador / Gestor	Vela por contar con una cultura de análisis y discusión constructiva entre sus miembros, donde las diferencias de opinión son vistas como un activo que fortalece las decisiones y deliberaciones del órgano.

19	Órganos de la Administración o Gestión del Fideicomiso Financiero	Comités del directorio	Directorio del Operador / Gestor	Nombrar un comité de inversiones adecuado y con políticas escritas en un documento formal que detallen sus roles y funciones y la política de inversión. Idealmente el comité de inversiones contará con al menos un miembro independiente del fiduciario, del operador / gestor y de las AFAP, verificando su idoneidad.
20	Órganos de la Administración o Gestión del Fideicomiso Financiero	Comités del directorio	Directorio del Operador / Gestor	Tiene un comité de gestión de riesgos y <i>compliance</i> que sesiona regularmente.
21	Órganos de la Administración o Gestión del Fideicomiso Financiero	Sistemas de control interno	Directorio del Operador / Gestor	Ha elaborado una matriz de riesgos y aprobado políticas de gestión de los mismos y control interno con la finalidad de detectar oportunamente los riesgos que afectan al operador / gestor y los fideicomisos que gestiona, aplicando los controles necesarios para su mitigación efectiva.
22	Órganos de la Administración o Gestión del Fideicomiso Financiero	Existencia de un programa de cumplimiento ( <i>compliance</i> )	Fiduciario	El fiduciario adopta las medidas idóneas y cuenta con un encargado de cumplimiento ( <i>compliance officer</i> ) dotado de las atribuciones y autonomía suficientes para el adecuado desarrollo de sus funciones.
23	Control externo	Auditores	Fiduciario	Vela porque los auditores cuenten con el grado de independencia de juicio necesario para el correcto desarrollo de sus funciones, y que el auditor se reúna al menos anualmente con representantes de los titulares (asamblea o comité de vigilancia) sin la presencia de personas relacionadas al fiduciario ni al gestor / operador.
24	Control externo	Auditores	Fiduciario	Cuenta con una política de evaluación y rotación de auditores, o del socio principal de la auditora.
25	Conflictos de Interés e Información Privilegiada	Conflictos de Interés e Información Privilegiada	Cada AFAP	El contrato de fideicomiso cuenta con una política de conflictos de interés definida.
26	Conflictos de Interés e Información Privilegiada	Conflictos de Interés e Información Privilegiada	Fiduciario	Supervisa el cumplimiento de lo establecido en materia de conflictos de interés en el contrato de fideicomiso.

27	Conflictos de Interés e Información Privilegiada	Conflictos de Interés e Información Privilegiada	Comité de Vigilancia	En los casos que esté previsto, el comité de vigilancia debe determinar si los posibles conflictos de interés son resueltos adecuadamente. En otros casos, el comité de vigilancia debe consultar a la asamblea de titulares para que ésta decida.
28	Conflictos de Interés e Información Privilegiada	Conflictos de Interés e Información Privilegiada	Comité de Vigilancia	El operador / gestor mantiene y cumple una política de no invertir los recursos de los fideicomisos que administra, en instrumentos emitidos o garantizados por personas vinculadas al operador / gestor, salvo en los casos en que ello se encuentre ajustado a los contratos pertinentes o tenga la aprobación del comité de vigilancia o de la asamblea de titulares, según corresponda.
29	Entrega de Información y Transparencia	Titulares	Fiduciario	Posee políticas y procedimientos relativos a la forma en que se garantizará que los titulares cuenten con la suficiente información relativa a los fideicomisos financieros administrados, tanto en el momento en que se efectúan las inversiones, como durante la permanencia de sus inversiones en dichos vehículos de inversión. La siguiente información de un fideicomiso tiene carácter de información pública: i. Los estados financieros auditados; ii. Los informes periódicos del fiduciario, del operador / gestor y del comité de vigilancia (excluyendo los temas sensibles o estratégicos); iii. Remuneraciones del fiduciario, del comité de vigilancia y las comisiones del gestor; iv. Al liquidarse el fideicomiso, los informes finales del operador/ gestor, fiduciario y del comité de vigilancia que reporten los resultados, las comisiones pagadas y las medidas de desempeño; v. Las actas de las asambleas de titulares.
30	Entrega de Información y Transparencia	Titulares	Comité de Vigilancia	El comité de vigilancia cuenta con procedimientos relativos a la forma en que se garantizará que los titulares cuenten con la suficiente información, relativa a los fideicomisos financieros. Esta información favorece la evaluación de los inversores sobre el desempeño del operador / gestor.
31	Entrega de Información y Transparencia	Titulares	Operador / Gestor	El operador / gestor cuenta con políticas y procedimientos relativos a la forma en que se garantizará que los titulares cuenten con la suficiente información, relativa al desempeño de los fideicomisos financieros que gestiona.
32	Entrega de Información y Transparencia	Valoraciones / Tasaciones	Fiduciario	Debe entregar las siguientes valorizaciones: inicialmente, dos valuaciones independientes (encargadas por el fiduciario o potencial fiduciario); anualmente, dos valuaciones independientes. Dicha información debe ser pública.
33	Evaluación anual del desempeño	Titulares	Cada AFAP	En base a la información de la rendición de cuentas del fiduciario, del operador / gestor y del comité de vigilancia, la asamblea de titulares evalúa el desempeño del fideicomiso y de cada una de las partes.
34	Evaluación anual del desempeño	Titulares	Cada AFAP	En base a la información de la rendición de cuentas, la asamblea de titulares evalúa la eventual remoción de alguna de las partes: fiduciario, operador / gestor o comité de vigilancia.

## **7. Los Límites Máximos para las Inversiones de las AFAP en Activos Alternativos: el Marco Regulatorio, la Reciente Propuesta Normativa del BCU y una Propuesta Regulatoria Alternativa**

---

En esta sección, se presenta un análisis de la normativa vigente en Uruguay y el nuevo proyecto normativo del Banco Central del Uruguay (BCU) de fecha 28 de diciembre de 2018 sobre la modificación de los límites de inversión para las AFAP en instrumentos del Literal B del artículo 123 de la Ley N° 16.713 del 3 de septiembre de 1995 y modificativas. Dicho proyecto normativo estuvo abierto a una instancia de consultas hasta el 28 de febrero de 2019.

Nuestro informe está basado en el análisis de la regulación uruguaya y de la regulación comparada de los países de la región (Chile, Colombia, México y Perú) para las inversiones en activos alternativos de sus fondos de pensiones (ver Anexo 2). La comparación entre la regulación uruguaya y la regional sobre los límites de inversiones en activos alternativos es relevante, pero también es necesario tener presente que dichas regulaciones no son estrictamente comparables. En Uruguay, las AFAP han transitado un camino desde cero inversiones en renta variable a un porcentaje “alto” de renta variable sólo local vía activos alternativos y éste es un cambio audaz. Cuando se trata de invertir en activos alternativos en un entorno institucional como el uruguayo, la mejor recomendación posible es la prudencia.

Considerando la realidad y la estructura del mercado de las empresas de ahorro previsional del Uruguay, la regulación actual y el proyecto normativo del 28 de diciembre de 2018, las principales recomendaciones de nuestro estudio – en materia de límites máximos de inversión – apuntan a las siguientes propuestas: a) la definición de un límite estructural para las inversiones alternativas de las AFAP, b) considerar la creación de un nuevo subfondo, c) la incorporación de un límite por emisión para las inversiones de las AFAP en fideicomisos financieros y fondos de inversión cerrados (como porcentaje del Subfondo de Acumulación), d) la definición de un límite de inversión en cuotapartes de fondos de inversión cerrados y fideicomisos financieros como porcentaje de los montos emitidos, e) la definición de un límite de inversión por sector de actividad, f) el fortalecimiento y la certificación de las sociedades administradoras de fondos de inversión (fiduciarios) siguiendo estándares internacionales usualmente aceptados, g) la incorporación a la regulación uruguaya de la definición del rol de la sociedad gerente (gestor / operador) de los fondos de inversión o fideicomisos financieros y la incorporación de un límite de inversión de las AFAP por sociedad gerente (gestor / operador) de los fondos de inversión o fideicomisos financieros como porcentaje del Subfondo de Acumulación.

A continuación, se resumen los límites de inversión contemplados en la regulación actual, la nueva propuesta normativa del BCU para cada límite para las inversiones en activos alternativos y se presentan propuestas de límites de inversión por sector, por gestor / operador, por fiduciario, por emisión, por tipo de instrumento y un límite estructural para las inversiones de las AFAP en activos alternativos, teniendo en cuenta las características principales de dichas inversiones. Específicamente, formulamos propuestas sobre los siguientes límites de inversión para las inversiones en activos alternativos de las AFAP:

- 1. Límite global (o estructural) como porcentaje del fondo**
- 2. Límite por grupo o conjunto económico o responsable último como porcentaje del fondo** – del cual dependen distintos tipos de activos, tales como acciones de filiales, emisiones de bonos
- 3. Límite por fiduciario y límite por sociedad gerente de los fondos (gestor / operador)**
- 4. Límite por emisión como porcentaje del fondo de pensiones** – puede ser el máximo que se permite en acciones de una empresa, la máxima inversión en un fondo de inversión en particular, la máxima inversión en una emisión de bonos o en un fideicomiso financiero
- 5. Límite por emisión o cuotapartes como porcentaje de la cantidad emitida o en circulación o como porcentaje del fondo de inversión o fideicomiso financiero**
- 6. Límite por tipo de instrumento como porcentaje del fondo**
- 7. Límite por industria como porcentaje del fondo**

### **Límite global (o estructural) como porcentaje del fondo**

#### **Justificación del límite**

Un límite global como porcentaje del fondo administrado busca limitar la exposición al riesgo global, lo que equivale teóricamente a la posición sobre la línea de mercado de capitales, entre el activo libre de riesgo y el portafolio de mercado. Cuando hay más de un factor de riesgo sistemático esta definición es más compleja. Típicos ejemplos: máxima exposición a renta variable; máxima exposición a renta fija extranjera; exposición a instrumentos derivados (volatilidad).

#### **Nueva propuesta normativa del BCU del 28 de diciembre de 2018**

Los valores a los que se refiere el Literal B) del artículo 123 de la Ley 16.713 son los valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuotapartes de fondos de inversión uruguayos. En todos los casos se requerirá que coticen en algún mercado formal y que cuenten con autorización de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay. El máximo de inversión admitido al amparo del presente Literal será de 50% del activo del Subfondo de Acumulación y 0% del activo del Subfondo de Retiro. Estos valores deberán contar con una calificación no inferior a la Categoría 3 para los valores de largo plazo y Categoría 2 para los valores a corto plazo.

Las inversiones en instrumentos de largo plazo del Literal B) del artículo 123 de la Ley N° 16.713 del 3 de setiembre de 1995 y modificativas, calificados en la Categoría 3 del numeral 2) del artículo 54, no podrán superar el 5% del valor del activo del Subfondo de Acumulación.

En la realidad actual, hipotéticamente, el 50% del activo del Subfondo de Acumulación se podría invertir en activos alternativos. El cambio normativo propuesto abre la posibilidad de realizar inversiones en instrumentos de largo plazo del Literal B) del artículo 123 de la Ley N° 16.713 calificados en la Categoría 3 del numeral 2) del artículo 54 por un máximo de 5% del valor del activo del Subfondo de Acumulación.

### **Propuesta alternativa para la regulación en Uruguay**

- Teniendo en cuenta que la regulación relevante en los países de la región establece límites específicos para las inversiones de los fondos de pensiones en activos alternativos, es recomendable alinear la regulación uruguaya a ese standard. En concreto, la regulación regional reconoce distintos límites para las inversiones en activos alternativos para los distintos subfondos de inversión. Los límites para las inversiones en activos alternativos están en el rango de 0% a 25% de los activos de cada fondo, dependiendo del perfil de riesgo. Estos límites cuestionan la realidad uruguaya, al menos, de dos maneras:
  - La definición de un límite para las inversiones del Subfondo de Acumulación en activos alternativos. Teniendo en cuenta la realidad uruguaya, **proponemos un límite de inversión en activos alternativos (incluyendo a los compromisos de aportes futuros) en torno al 25% de las inversiones del Subfondo de Acumulación.** Este límite específico para activos alternativos puede ser considerado un sublímite de las inversiones en los valores a los que se refiere el Literal B) del artículo 123 de la Ley 16.713. Se recomienda este sublímite dado que el caso hipotético con 50% del Subfondo de Acumulación invertido en activos alternativos parece excesivo. De todas maneras, reconocemos que en la comparación regional, el límite de inversión en activos alternativos propuesto (25% del Subfondo de Acumulación) es alto.
  - Planteamos la posibilidad de establecer un **nuevo Subfondo que permita establecer un límite mayor para las inversiones en activos alternativos** posibles para un grupo de aportantes con mayor tolerancia al riesgo (aportantes más jóvenes). Este subfondo podría tener un límite de inversión para activos alternativos de 30% de los activos (incluyendo a los compromisos de aportes futuros).
- En el futuro puede considerarse aumentar los límites indicados, una vez que todos los sistemas de control para estas inversiones se encuentren operativas.
- La propuesta que las inversiones en instrumentos de largo plazo del Literal B) del artículo 123 de la Ley N° 16.713 del 3 de setiembre de 1995 y modificativas, calificados en la Categoría 3 del numeral 2) del artículo 54, tengan un límite de manera que no puedan superar el 5% del valor del activo del Subfondo de Acumulación no nos preocupa mayormente en la medida que esas inversiones sean diversificadas. Si ese límite se sobrepasa, se puede dar un tiempo prudente para deshacerse de ese exceso.

## **Límite por grupo o conjunto económico o responsable último como porcentaje del fondo**

### **Justificación del límite**

Este límite busca mitigar los riesgos de contagio dentro de un mismo grupo (préstamos, garantías cruzadas) o riesgo operacional.

### **Nueva propuesta normativa del BCU del 28 de diciembre de 2018**

La suma de las inversiones en los Literales B) y F) del artículo 123 de la Ley N° 16.713 del 3 de setiembre de 1995 y modificativas, emitidas o garantizadas por una misma institución o instituciones **pertenecientes a un mismo conjunto económico** no podrá exceder el 3% del valor del activo del Subfondo de Acumulación, siempre que las inversiones en instrumentos del Literal B) calificados en la Categoría 3 del numeral 2) del artículo 54 no excedan el 1% del valor del activo del Subfondo de Acumulación.

En el caso que la calificación de riesgo de las instituciones emisoras o garantizantes **pertenecientes al mismo conjunto económico** y de todos los instrumentos del Literal B) emitidos por las mismas se encuentren en la Categoría 1, de acuerdo con las definiciones dadas por el artículo 54, dicho límite se ampliará hasta el 5%.

Para el cómputo de los referidos límites, quedan excluidas las inversiones en cuotapartes de fondos de inversión y en instrumentos representativos de fideicomisos financieros.

El cambio normativo establece que si los valores emitidos o garantizados por una misma institución o instituciones pertenecientes a un mismo conjunto económico no tienen la Categoría 1, la suma de las inversiones en el Literal B) y F) del artículo 123 de la Ley N° 16.713 en las instituciones pertenecientes a ese mismo conjunto económico no podrá exceder el 3% del valor del activo del Subfondo de Acumulación y habilita a invertir en instrumentos del Literal B) calificados en la Categoría 3 del numeral 2) del artículo 54 por hasta un 1% del valor del activo del Subfondo de Acumulación.

### **Propuesta alternativa para la regulación en Uruguay**

- Si bien no es ámbito del trabajo propuesto, se debería evaluar la pertinencia de incorporar un límite por conjunto económico más amplio, considerando que Uruguay es una economía pequeña. Estos límites más amplios estarían alineados con los límites por conjunto económico reconocidos en la regulación regional. En concreto, **nuestra propuesta es considerar un nuevo límite para la suma de las inversiones en el Literal B) y F) del artículo 123 de la Ley N° 16.713 del 3 de setiembre de 1995 y modificativas, emitidas o garantizadas por una misma institución o instituciones pertenecientes a un mismo conjunto económico de entre 8-10% del valor del activo del Subfondo de Acumulación.**

## **Límite por fiduciario y límite por sociedad gerente de fondos (gestor / operador)**

### **Justificación del límite**

Estos límites buscan mitigar los riesgos asociados a la sociedad administradora de fondos de inversión o fiduciario, teniendo en cuenta posibles fallos del sistema de controles para un fondo o posibles desvíos / problemas reputacionales de la sociedad gerente de los fondos (gestor / operador).

### **Nueva propuesta normativa del BCU del 28 de diciembre de 2018**

La suma de las inversiones en instrumentos representativos de fondos de inversión cerrados y fideicomisos financieros administrados por una misma administradora de fondos de inversión o un mismo fiduciario, o administradoras y fiduciarios integrantes de un mismo conjunto económico no podrá superar el 20% del activo del Subfondo de Acumulación.

El cambio normativo propuesto implica que el BCU lleva este límite de inversión por fiduciario del 12,5% al 20% del activo del Subfondo de Acumulación.

### **Propuesta alternativa para la regulación en Uruguay**

La realidad uruguaya muestra la existencia por separado de una sociedad gerente de los fondos (gestor / operador) y otra figura que es la sociedad administradora de fondos de inversión (fiduciario). En Uruguay, existe un limitado número de actores, tanto de sociedades administradoras de fondos de inversión (fiduciarios) como de sociedades gerentes de fondos (gestores). Reconociendo que existe una alta concentración de las inversiones de las AFAP en un número bajo de fiduciarios (y esto no es bueno), entendemos también que los posibles nuevos actores (nuevos fiduciarios y nuevas sociedades gerentes de fondos) tendrán necesariamente poca experiencia e idoneidad. Nuestra propuesta se refiere tanto al límite de inversión por fiduciario como a la definición de un límite de inversión por sociedad gerente de fondos (gestor / operador).

- Reconociendo que el límite de inversión por sociedad administradora de fondos de inversión o fiduciario que se propone en el Proyecto Normativo (20% del valor del Subfondo de Acumulación) es muy elevado, **recomendamos que los fiduciarios con una participación de mercado por encima de un nivel mínimo (*threshold*), deban presentar certificaciones internacionales relevantes que certifiquen el profesionalismo e idoneidad.** Por ejemplo, este requerimiento de certificación podría aplicarse a todos los fiduciarios con una participación del mercado del 10% o 12,5% de los activos del Subfondo de Acumulación de las AFAP. Esta propuesta apunta a la mejora de los estándares de calidad y la actividad de los fiduciarios.
- **Recomendamos la incorporación de un límite de inversión por sociedad gerente de los fondos (gestor / operador) del 8% del valor del Subfondo de Acumulación.** Esta propuesta de un límite de inversión por sociedad gerente de los fondos (gestor / operador) tiene su justificación en el tamaño relativo de las inversiones gestionadas por las sociedades gerentes (gestor / operador) en Uruguay en comparación con el Subfondo de Acumulación de una AFAP y en el reconocimiento de los posibles riesgos

operativos, riesgos de sesgos sistemáticos en la toma de decisiones y riesgos reputacionales de las sociedades gerentes de los fondos y de fallas de fiscalizaciones por parte de los fiduciarios. Mientras que en una economía como la chilena, consideramos que no sería importante recomendar un límite por gestor / operador (dado el escaso peso de las inversiones gestionadas por un gestor local en comparación con el tamaño de los fondos previsionales), nuestro análisis de la realidad de Uruguay nos lleva a recomendar que la suma de las inversiones administradas por una misma sociedad gerente (gestor / operador) no sea superior al límite indicado (8% del Subfondo de Acumulación de una AFAP).

## **Límite por emisión como porcentaje del fondo de pensiones**

### **Justificación del límite**

Estos límites buscan diversificación al interior de cada *asset class*. En el caso de los fondos de inversión una complicación es que suelen tener más de un emisor / negocio en su interior (tal como podrían ser varios negocios en una sociedad anónima). Puede tener sentido asignar límites más amplios a los fondos que se encuentren diversificados en alguna medida.

### **Nueva propuesta normativa del BCU del 28 de diciembre de 2018**

No hay límite por emisión como porcentaje del fondo de pensiones, más allá de los límites definidos para cada conjunto económico. La nueva propuesta normativa no implica ningún cambio ni propone un nuevo límite por emisión como porcentaje del fondo de pensiones.

### **Propuesta alternativa para la regulación en Uruguay**

- Proponemos establecer límites por emisión (una serie de bonos, un fideicomiso financiero o un fondo de inversión cerrado), separándolos de los límites para la suma de las inversiones en una misma institución o instituciones pertenecientes a un mismo conjunto económico.
- En concreto, **en el caso de los fideicomisos financieros o fondos de inversión cerrados, es recomendable incorporar límites por emisión como un porcentaje del fondo previsional.** En el caso de Chile, por ejemplo, para fondos de inversión nacionales el porcentaje es 3%. En otros países llega hasta 5%. **Este rango de 3-5% sería razonable para Uruguay y sería aplicable como un límite por emisión como porcentaje del Subfondo de Acumulación de todas las AFAP.** Teniendo en cuenta la propuesta del límite de inversión en activos alternativos del 25% de las inversiones del Subfondo de Acumulación, en el extremo, este límite agregado se completaría con 5-8 emisiones.

## **Límite por emisión o cuotas partes como porcentaje de la cantidad emitida o en circulación o como porcentaje del fondo de inversión o fideicomiso**

### **Justificación del límite**

Este límite puede tener varios propósitos: evitar que una AFAP controle una sociedad; evitar que una AFAP sea el único inversionista de un fondo de inversión, aumentando la supervisión; promover la liquidez del instrumento al haber más partícipes y así lograr precios de transacción.

### **Nueva propuesta normativa del BCU del 28 de diciembre de 2018**

La inversión de los recursos del Subfondo de Acumulación en cuotas partes de fondos de inversión cerrados no podrá superar el 60% del monto emitido y en circulación.

La inversión de los recursos del Subfondo de Acumulación en valores de oferta pública emitidos por un mismo fideicomiso financiero, no podrá superar el 60% de la emisión de valores en circulación.

La nueva propuesta normativa implica un cambio dado que la regulación actual contempla que un inversor puede comprar el 100% del monto emitido y en circulación en una emisión de oferta pública.

### **Propuesta alternativa para la regulación en Uruguay**

- El principal argumento para justificar la importancia de un límite de inversión en el total de una emisión tiene que ver con las ventajas para el **gobierno corporativo** de un vehículo de inversión, asociadas a la existencia de más de un inversor (institucional o no). Tomando como referencia el caso de Chile, una modificación reciente de la regulación permitió un aumento del límite para las inversiones en cuotas de fondos de inversión nacionales que pueden invertir en activos alternativos sumado al monto de aportes comprometidos y sumado a los bonos de fondos de inversión del 20% al 49% de las acciones o de la nueva emisión. En el **caso uruguayo, parece adecuado fijar el límite de inversión por emisión en el 60% de la emisión o de las cuotas partes o como porcentaje del fondo de inversión o fideicomiso, tal como está propuesto en el Proyecto Normativo del BCU**, dado que existen menos alternativas de inversión y financiamiento en Uruguay que en Chile.

### **Límite por tipo genérico de instrumento como porcentaje del fondo**

#### **Justificación del límite**

Un límite por tipo de instrumento es parecido al límite global. Puede tener sentido incorporarlo si hay un efecto diversificación entre *asset classes*.

## **Nueva propuesta normativa del BCU del 28 de diciembre de 2018**

En Uruguay no hay límites por tipos de instrumentos. La nueva propuesta normativa no implica ningún cambio ni propone un nuevo límite por tipo de instrumento para las inversiones de las AFAP.

### **Propuesta alternativa para la regulación en Uruguay**

- Sería recomendable incorporar límites por tipos de instrumento dentro del *asset class* en Uruguay, en caso de realizarse una desagregación de los límites globales entre renta fija y renta variable.

### **Límite por industria como porcentaje del fondo**

#### **Justificación del límite**

Este límite también persigue un objetivo de diversificación, pero no es fácil de implementar.

## **Nueva propuesta normativa del BCU del 28 de diciembre de 2018**

La suma de las inversiones en valores de oferta pública en instrumentos del Literal B) del artículo 123 de la Ley N° 16.713 del 3 de setiembre de 1995 y modificativas, correspondientes a **un mismo sector de actividad** – definidos de acuerdo con las instrucciones que se impartirán – no podrá superar el 15% del valor del activo del Subfondo de Acumulación.

El cambio normativo propuesto implica una novedad ya que no existe en la regulación vigente un límite por sector de actividad.

### **Propuesta alternativa para la regulación en Uruguay**

La justificación de un límite de inversión por sector de actividad se basa en el objetivo de la diversificación, pero no es fácil de implementar.

- Consideramos que el objetivo de diversificación por sector de actividad es alcanzable vía la **autorregulación de las AFAP**. Es posible intentar aunar criterios técnicos en forma de autorregulación de la propia industria y el objetivo de diversificación puede dejarse como un criterio prudencial de política de inversión en manos de cada AFAP.
- Alternativamente, **también es atendible buscar la diversificación por sector de actividad por la vía de la regulación**. Considerando posibles escenarios de concentraciones importantes de las inversiones de las AFAP en sectores como forestación e infraestructura, puede ser adecuado considerar la regulación de los límites de inversión por industria. Esta regulación de un límite a las inversiones de las AFAP por sector de actividad debería ser aplicable a las inversiones en renta variable / inversiones alternativas y no a la suma de las inversiones de todos los instrumentos del Literal B) del artículo 123 de la Ley N° 16.713. Considerando la recomendación ya formulada del límite para inversiones en activos alternativos del 25% de las inversiones del Subfondo de Acumulación y teniendo en cuenta la recomendación de diversificación por sector de actividad, el camino de la regulación de las inversiones alternativas por sector de actividad debería favorecer la exposición a 3 o 4 de los

principales sectores de actividad del país, como ser el sector forestal, la infraestructura, el sector inmobiliario y la agricultura, imponiendo **un límite máximo de concentración de las inversiones alternativas por sector de actividad en el rango de 8% de las inversiones del Subfondo de Acumulación**. Se debe tener en cuenta que la vía regulatoria (la recomendación de los límites de inversión en activos alternativos por sector de actividad) trae varias dificultades:

- Desagregar las inversiones de cada vehículo de inversión atendiendo a que un fondo puede tener exposición a varias industrias;
- La clasificación del stock actual de inversiones.

## Referencias

- ACAFI (2019). “Guía de buenas prácticas de gobierno corporativo”. Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión.
- BCU (2019). Superintendencia de Servicios Financieros. Mercado de Valores: Circulante de Valores de Renta Fija y Renta Variable. Ver: <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Circulante-de-Valores-de-Renta-Fija.aspx>
- BCU (2017). “Estándares Mínimos de Gestión para Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional”. Banco Central del Uruguay.
- CAIA (2015). *CAIA level I: Alternative Investments. CAIA Knowledge Series*.
- Caffera, Gerardo (2003). “El contrato de fideicomiso. Análisis de la Ley Uruguaya 17.703”. Asociación de Escribanos del Uruguay.
- CFA Institute (2012). “Global Investment Performance Standards Handbook”. *CFA Institute*, 3<sup>rd</sup> edition.
- CONSAR (2018). “La inversión en instrumentos alternativos en México: Beneficios y oportunidades futuras”. Documento de Trabajo, Número 17, Noviembre 2018.
- Credit Suisse Asset Management (2010). “Can infrastructure investing enhance portfolio efficiency?” *White paper*.
- FIAP (2018). “La inversión de los fondos de pensiones en activos alternativos: los casos de Chile y México”. Notas de Pensiones, Número 32, Diciembre 2018.
- Gompers, Paul & Josh Lerner (1999). “An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership”. *Journal of Financial Economics* 51, 3–44.
- ILPA (2011). “Private Equity Principles. Version 2.0”, *Institutional Limited Partners Association*.
- Inderst, Georg (2010). “Infrastructure as an asset class.” *European Investment Bank Papers*, Volume 15.
- IOPS (2010). “IOPS Good Practices in Risk Management of Alternative Investments by Pension Funds”. *International Organization of Pension Supervisors*.
- Larzabal, Martín (2017). “Inversión real en Uruguay, mitos y secretos”. Presentación realizada el 6 de noviembre de 2017. *CFA Society Uruguay & Argentina*.
- Metrick, Andrew & Ayako Yasuda (2010). “The Economics of Private Equity Funds”. *Review of Financial Studies* 23, 2303–2341.
- OCDE (2006). “Guidelines for Pension Fund Asset Management”. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.
- Phalippou, Ludovic, Rauch, Christian & Marc Ueber (2018). “Private equity portfolio company fees”. *Journal of Financial Economics* 129, 559–585.

Porcaro, Daniel & Nicolas Malumian (2003). “Fideicomiso en Uruguay. Análisis del Proyecto de Ley”. *PricewaterhouseCoopers*. Uruguay.

Preqin (2018). “Preqin Investor Outlook: Alternative Assets H2 2018”.

Walker, Eduardo, Villatoro, Felix, Chavez, Rodrigo, Collantes, Cecilia, Galaz, Miguel, Gutierrez, Daniella, Searle, Pamela, Valenzuela, Juan Jose & Juan Zucal (2017). “Estudio sobre la Inversión en Activos Alternativos por parte de los Fondos de Pensiones y Fondos de Cesantía”. Informe elaborado a solicitud del Banco Interamericano de Desarrollo, el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia de Pensiones.

Willis Towers Watson (2017). “Global Alternatives Survey 2017”.

Willis Towers Watson (2017 b). “Global Pension Assets Study 2017”.

## **Anexo 1. Buenas Prácticas IOPS**

La IOPS destaca una serie de buenas prácticas en que deben focalizarse las autoridades supervisoras y reguladoras de fondos de pensiones, respecto de la gestión de riesgo de la inversión en “activos alternativos”. A continuación se detallan las seis buenas prácticas recomendadas por la IOPS:

### **Buena Práctica 1: Características de las Inversiones Alternativas**

Las autoridades supervisoras deben solicitar que los fondos de pensiones actúen con debida diligencia cuando evalúan inversiones alternativas con el objeto de asegurarse de que tomen en cuenta las características específicas de riesgo y retorno de estas inversiones.

### **Buena Práctica 2: Política de Cartera y Estrategia de Inversión**

a) Los supervisores esperan que la inversión de un fondo de pensiones en activos alternativos se ajuste a la estrategia general del respectivo fondo, teniendo en cuenta su perfil de riesgo total, incluyendo la relación entre inversiones alternativas, por un lado, y la cartera total de inversiones y la naturaleza y tamaño de los pasivos, por otro lado.

b) Los supervisores esperan que los fondos de pensiones verifiquen, a intervalos regulares, que la diversificación entre estrategias de inversión sea adecuada y que se eviten concentraciones indeseables en la cartera.

### **Buena Práctica 3: *Due Diligence***

a) Los supervisores esperan que los fondos de pensiones tengan una comprensión clara de las características de riesgo de las inversiones alternativas en las que invierten y que esta comprensión se apoye en el análisis de los perfiles de riesgo de las estrategias de inversión y en las capacidades de los administradores de fondos en los que han invertido o tiene intención de invertir.

b) Los supervisores deben prestar atención a la información que los fondos de pensiones obtienen sobre las inversiones subyacentes de los fondos (o fondos de fondos). Los informes proporcionados por los fondos (o fondos de fondos) deben utilizar directrices de valoración adecuadas, deben presentarse a tiempo, y deben tener suficiente garantía de calidad.

c) Los supervisores esperan que cualquier evaluación de los fondos de fondos incluya un juicio de la calidad de la gestión de riesgo realizada por el manager del fondo de fondos y los estándares y criterios de conducta observados.

### **Buena Práctica 4: Términos del Contrato y Monitoreo**

Los términos contractuales deben establecerse adecuadamente, considerando: límites precisos de los riesgos identificados con objeto de limitar posibles pérdidas financieras; medidas que

deben adoptarse en caso de que se superen los límites; divulgación adecuada; descripción clara de los períodos de bloqueo; condiciones explícitas de cancelación y terminación; comisiones. El cumplimiento de las condiciones del contrato debe ser controlado de forma regular y sistemática por los fondos de pensiones.

#### **Buena Práctica 5: Comunicación**

Las autoridades supervisoras esperan que un fondo de pensiones sea transparente en su comunicación con las partes interesadas, respecto de sus políticas en materia de inversiones alternativas y con los objetivos que se pretende lograr en esta materia.

#### **Buena Práctica 6: *Outsourcing***

Las autoridades supervisoras esperan que, cuando se utilice la contratación externa, el fondo de pensiones siga siendo responsable de la adecuada gestión de riesgos de las inversiones alternativas y, por lo tanto, asegure dicha gestión.

## Anexo 2. Marco Regulatorio (Límites) para las Inversiones de los Fondos de Pensión en Activos Alternativos en Chile, Perú, Colombia y México

A continuación, se analiza en detalle la normativa relacionada a los límites máximos de inversión de los fondos de pensión en activos alternativos en Chile, Perú, Colombia y México.

### Límite global (o estructural) como porcentaje del fondo. Comparación regional.

	Descripción
Chile	Los límites de inversión estructurales para <b>inversiones en renta variable</b> en función del valor de cada Fondo de Pensión (A, B, C, D y E): son 80%, 60%, 40%, 20% y 5%. Los límites de inversión estructurales para <b>inversiones en activos alternativos</b> en función del valor de cada Fondo de Pensión (A, B, C, D y E): son 10%, 8%, 6%, 5% y 5%. El límite para las inversiones en activos alternativos es un sublímite del límite para las inversiones en renta variable.
Colombia	Los límites de inversión en <b>títulos participativos nacionales y del exterior</b> son los siguientes: Fondo Conservador: 0-20%; Fondo Moderado: 20-45%; Fondo Mayor Riesgo: 45-70%; Fondo Retiro Programado: 0-20%; Fondo Cesantía Corto Plazo: no tiene límite; Fondo Cesantía Largo Plazo: 0-40%. Los límites de inversión en <b>activos alternativos</b> son los siguientes: Fondo Conservador: 0%; Fondo Moderado: 20%; Fondo Mayor Riesgo: 25%; Fondo Retiro Programado: 10%; Fondo Cesantía Corto Plazo: 0%; Fondo Cesantía Largo Plazo: 20%.
México	Los límites de inversión estructurales para inversiones en <b>renta variable</b> en función del valor de cada Fondo de Pensión (SB0, SB1, SB2, SB3 y SB4): son 0%, 10%, 30%, 35%, y 45%. Los límites de inversión estructurales para inversiones en <b>instrumentos estructurados</b> (CKDs y CERPIs) en función del valor de cada Fondo de Pensión (SB0, SB1, SB2, SB3 y SB4): son 0%, 10%, 15%, 20%, y 20%. Los límites de inversión estructurales para <b>inversiones en FIBRAs y FIBRA-Es</b> en función del valor de cada Fondo de Pensión (SB0, SB1, SB2, SB3 y SB4): son 0%, 5%, 10%, 10%, y 10%.
Perú	El total de inversiones realizadas en fondos mutuos alternativos, fondos de inversión alternativos y acciones de compañías listadas cuya exposición corresponde a instrumentos alternativos se computan dentro de los límites establecidos para cada tipo de Fondo. Los Fondos Tipo 0 (Fondo de Protección de Capital) y Tipo 1 (Fondo de Preservación del Capital), tienen prohibida la inversión en <b>activos alternativos</b> , mientras que la inversión para los Fondo de Pensiones Tipo 2 (Fondo Mixto) y

	<p>Tipo 3 (Fondo de Crecimiento), tienen un límite máximo de 15% y 20% del valor del Fondo, respectivamente.</p> <p>En el caso de los instrumentos alternativos que negocian en mecanismos centralizados de negociación, estos se computan sólo dentro de los límites descritos en el párrafo anterior, mientras que para aquellos que no negocian en mecanismos centralizados de negociación, se debe cumplir además con los siguientes sub-límites de inversión: Fondo Tipo 2 (Mixto): 12% en <i>private equity</i>, 6% en <i>venture capital</i>, 6% en <i>real estate</i>, 4% en <i>hedge funds</i>, 4% en <i>commodities</i> y 4% en bosques naturales; Fondo Tipo 3 (Crecimiento): 15% en <i>private equity</i>, 8% en <i>venture capital</i>, 8% en <i>real estate</i>, 6% en <i>hedge funds</i>, 6% en <i>commodities</i> y 6% en bosques naturales.</p>
--	--

**Límite por grupo o conjunto económico o responsable último como porcentaje del fondo. Comparación regional.**

	<b>Descripción</b>
Chile	Considerando los Fondos de Pensiones A, B, C, D, y E, la suma de las inversiones en acciones, bonos y efectos de comercio, emitidos o garantizados por empresas de un mismo grupo empresarial no podrá exceder del 15% del valor del Fondo respectivo.
Colombia	Cada tipo de Fondos de Pensiones Obligatorias y de los portafolios de Cesantías no podrá tener una exposición mayor al 10% del valor del respectivo fondo o portafolio en una única entidad o emisor, incluyendo a sus filiales y subsidiarias, su matriz y las filiales y subsidiarias de la matriz.
México	La suma de las inversiones en instrumentos de entidades relacionadas entre sí no puede superar el 15% de los activos de una SIEFORE. Las sociedades relacionadas entre sí son las sociedades mercantiles que formen un conjunto o grupo, en las que por sus nexos patrimoniales o de responsabilidad, la situación financiera de una o varias de ellas, pueda influir en forma decisiva en la de las demás.
Perú	En ningún caso la suma de las inversiones e imposiciones realizadas por una AFP en un mismo grupo económico será mayor del veinticinco por ciento (25%) del valor de cada fondo.

**Límite por fiduciario y límite por sociedad gerente de fondos (gestor / operador).  
Comparación regional.**

	<b>Descripción</b>
Chile	No existe en Chile un límite por gestor para gestores nacionales, algunos de los cuales administran activos alternativos.
Colombia	N.A.
México	N.A.
Peru	Las inversiones realizadas por una AFP en las cuotas de participación de <b>todos los fondos administrados por una misma sociedad administradora</b> se sujetarán a un límite máximo de inversión por sociedad administradora de diez por ciento (10%) del valor de cada fondo.

**Límite por emisión como porcentaje del fondo de pensiones. Comparación regional.**

	<b>Descripción</b>
Chile	Ver Anexo 3. Chile. Límites de inversión para emisores que pueden realizar inversiones en activos alternativos.
Colombia	N.A.
México	La inversión en una sola emisión de Instrumentos Estructurados no podrá exceder del 3% del Activo Total de la Sociedad de Inversión.
Perú	<p>Las inversiones realizadas por una AFP en las cuotas de participación de <b>un mismo fondo mutuo</b> se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: tres por ciento (3%) del valor de cada Fondo.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en las cuotas de participación de <b>un mismo fondo de inversión</b> se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: cinco por ciento (5%) del valor de cada Fondo.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en todos los <b>instrumentos representativos de activos titulizados emitidos por un mismo patrimonio de propósito exclusivo o en instrumentos de inversión emitidos por un mismo fideicomiso, administrados por una Sociedad Titulizadora, por una Sociedad de Propósito Especial o por un</b></p>

<p><b>Fiduciario</b>, se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: diez por ciento (10%) del valor de cada Fondo.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en todos los <b>instrumentos de inversión que representan derechos crediticios emitidos o garantizados por un patrimonio de propósito exclusivo o fideicomiso</b>, se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: diez por ciento (10%) del valor de cada fondo multiplicado por el factor de riesgo del emisor.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en todos los <b>instrumentos de inversión que representan derechos patrimoniales emitidos por un patrimonio de propósito exclusivo o fideicomiso</b>, se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: siete y 50/100 por ciento (7,50%) del valor de cada fondo por el factor de liquidez del emisor.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en todos los <b>valores mobiliarios emitidos por un mismo emisor para el financiamiento de proyectos</b> se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: diez por ciento (10%) del valor de cada fondo.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en todos los <b>valores mobiliarios que representan derechos crediticios emitidos o garantizados para el financiamiento de proyectos</b> se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: siete y 50/100 por ciento (7,50%) del valor de cada fondo por el factor de riesgo del emisor.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en todas las <b>acciones, en valores que representan derechos sobre acciones en depósito inscritos en la Bolsa de Valores y en certificados de suscripción preferente emitidos para el financiamiento de proyectos</b> se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: cinco por ciento (5%) del valor de cada fondo multiplicado por el factor de liquidez del emisor.</p>
---

**Límite por emisión o cuotas partes como porcentaje de la cantidad emitida o en circulación o como porcentaje del fondo de inversión o fideicomiso. Comparación regional.**

	<b>Descripción</b>
Chile	<p>El límite para las inversiones en cuotas de fondos de inversión nacionales que pueden invertir en activos alternativos sumado al monto de aportes comprometidos y sumado a los bonos de fondos de inversión es 49% de las acciones o de la nueva emisión. El límite para las inversiones en cuotas de fondos mutuos nacionales es 35% de las cuotas. El límite para las inversiones en cuotas de fondos de inversión nacionales que pueden invertir en activos alternativos sumado al monto de aportes comprometidos y sumado a los bonos de fondos de inversión es 49% de las acciones o de la nueva emisión. El límite para las inversiones en acciones de sociedades anónimas cerradas (SpA) es 49% de las acciones o de la nueva emisión. El límite para las inversiones en acciones por sociedad en comandita es 99% de las acciones o de la nueva emisión.</p>
Colombia	<p>No podrán adquirirse más del 30% de cualquier emisión de títulos con la suma de los recursos de los tipos de Fondos de Pensiones Obligatorias. Se exceptúan de este límite las inversiones en Certificados de Depósito a Término (CDT) y de Ahorro a Término (CDAT), así como las inversiones en títulos de deuda pública interna y externa, emitidos o garantizados por la Nación; títulos del Banco de la República; y títulos de deuda emitidos o garantizados por FOGAFIN y FOGACOOP.</p> <p>En el caso de Fondos de Inversión Colectiva Cerrados y Fondos de Capital Privado, la administradora no podrá mantener una participación que exceda el 50% del patrimonio del fondo. Dicha participación, se contabilizará con la suma de los recursos invertidos por todos los tipos de Fondos de Pensiones Obligatorias en el Fondo de Inversión Colectiva o Fondo de Capital Privado. Para poder exceder este límite se requiere de aprobación de la Junta Directiva de la administradora.</p> <p>Sólo se podrá invertir en acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de una sociedad, hasta por el 10% de las acciones y hasta por el 10% de los bonos en circulación. Para establecer el límite, deben tenerse en cuenta la suma de los recursos de todos los tipos de Fondos de Pensiones Obligatorias.</p>
México	<p>La inversión en Instrumentos de Deuda, Valores Extranjeros de Deuda, Instrumentos Bursatilizados, Estructuras Vinculadas a Subyacentes, y FIBRAS, en su caso, pertenecientes a una misma emisión, podrá ser hasta del 35% del total del valor de la emisión respectiva, en conjunto con lo</p>

	<p>que tengan invertido las demás Sociedades de Inversión que opere la Administradora.</p> <p>Para la inversión en Instrumentos Estructurados, el conjunto de Sociedades de Inversión Básicas operadas por una misma Administradora deberán sujetarse a lo siguiente: a) Podrán adquirir directamente hasta el 100% de una misma emisión; b) Podrán invertir hasta el 50% del valor de cada proyecto financiado, cuando el monto de la emisión del Instrumento Estructurado sea mayor o igual al umbral establecido en las disposiciones de carácter general en materia financiera de los sistemas de ahorro para el retiro, siempre que el promovente, el administrador u otros inversionistas calificados, incluyendo las Sociedades de Inversión operadas por otras Administradoras, solos o en su conjunto, inviertan el 50% o más del valor de cada proyecto financiado; c) Podrán invertir hasta el 80% del valor de cada proyecto financiado, cuando el monto de la emisión del Instrumento Estructurado sea menor al umbral establecido en las disposiciones de carácter general en materia financiera de los sistemas de ahorro para el retiro, siempre que el promovente, el administrador u otros inversionistas calificados, incluyendo las Sociedades de Inversión operadas por otras Administradoras, solos o en su conjunto, inviertan el 20% o más del valor de cada proyecto financiado.</p> <p>Para el caso de los Instrumentos de Deuda, los Valores Extranjeros de Deuda y los Instrumentos Bursatilizados, las Sociedades de Inversión podrán adquirir el valor que sea mayor entre trescientos millones de pesos y el 35% de una misma emisión. Lo anterior, sin perjuicio de la facultad del Comité de Análisis de Riesgos para establecer criterios y lineamientos para la selección de los riesgos crediticios permisibles considerando las condiciones del mercado.</p>
Perú	<p>Las inversiones realizadas por una AFP en las cuotas de participación de <b>un mismo fondo mutuo</b> se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: cinco por ciento (5%) del valor del patrimonio neto del fondo mutuo, considerando todos los fondos.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en las cuotas de participación de <b>un mismo fondo de inversión</b> se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: cincuenta por ciento (50%) del valor del patrimonio neto del fondo de inversión, considerando todos los fondos.</p> <p>Las inversiones realizadas por una AFP en todos los <b>instrumentos representativos de activos titulizados emitidos por un mismo patrimonio de propósito exclusivo o en instrumentos de inversión emitidos por un mismo fideicomiso, administrados por una Sociedad Titulizadora, por una Sociedad de Propósito Especial o por un</b></p>

**Fiduciario**, se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: cincuenta por ciento (50%) del valor de los activos del emisor, considerando todos los fondos.

Las inversiones realizadas por una AFP en todos los **instrumentos de inversión que representan derechos crediticios emitidos o garantizados por un patrimonio de propósito exclusivo o fideicomiso**, se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: cincuenta por ciento (50%) del valor de los pasivos del emisor multiplicado por el factor de riesgo del emisor, considerando todos los fondos.

Las inversiones realizadas por una AFP en todos los **instrumentos de inversión que representan derechos patrimoniales emitidos por un patrimonio de propósito exclusivo o fideicomiso**, se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: cincuenta por ciento (50%) del valor del patrimonio neto del emisor por el factor de liquidez del emisor, considerando todos los fondos.

Las inversiones realizadas por una AFP en todos los **valores mobiliarios emitidos por un mismo emisor para el financiamiento de proyectos** se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: quince por ciento (15%) del valor de los activos del emisor, considerando todos los fondos.

Las inversiones realizadas por una AFP en todos los **valores mobiliarios que representan derechos crediticios emitidos o garantizados para el financiamiento de proyectos** se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: quince por ciento (15%) del valor de los pasivos del emisor multiplicado por el factor de riesgo del emisor, considerando todos los fondos.

Las inversiones realizadas por una AFP en todas las **acciones, en valores que representan derechos sobre acciones en depósito inscritos en Bolsa de Valores y en certificados de suscripción preferente emitidos para el financiamiento de proyectos** se sujetarán al siguiente límite máximo de inversión por emisor: doce por ciento (12%) del valor del patrimonio neto del emisor por el factor de liquidez del emisor, considerando todos los fondos.

**Límite por tipo genérico de instrumento como porcentaje del fondo. Comparación regional.**

	<b>Descripción</b>
Chile	Los Fondos de Pensiones A, B, C, D, y E, pueden invertir un máximo de 10%, 8%, 6%, 5%, y 5%, respectivamente, en activos alternativos. A su vez existen los siguientes sublímites para vehículos de capital privado ( <i>private equity</i> ): Los Fondos de Pensiones A, B, C, D, y E, pueden invertir un máximo de 7%, 6%, 4%, 3%, y 2%, respectivamente, considerando la suma de las inversiones en vehículos de capital privado en el extranjero más la coinversión en capital privado sumado a los aportes comprometidos a futuro en vehículos de capital privado extranjeros y en la coinversión de capital privado en el extranjero. Este límite incluye la inversión indirecta en capital privado extranjero efectuada a través de fondos de inversión nacionales y los contratos de promesa de tales fondos.
Colombia	Los límites de inversión en fondos de capital privado nacionales o del exterior son los siguientes: Fondo Conservador: 0%; Fondo Moderado: 10%; Fondo Mayor Riesgo: 15%; Fondo Retiro Programado: 5%; Fondo Cesantía Corto Plazo: 0%; Fondo Cesantía Corto Plazo: 10%. Los límites de inversión en fondos de capital privado de infraestructura son los siguientes: Fondo Conservador: 0%; Fondo Moderado: 5%; Fondo Mayor Riesgo: 7%; Fondo Retiro Programado: 2%; Fondo Cesantía Corto Plazo: 0%; Fondo Cesantía Corto Plazo: 5%.
México	Los límites de inversión para inversiones en instrumentos estructurados (CKDs y CERPIs) en función del valor de cada Fondo de Pensión (SB0, SB1, SB2, SB3 y SB4) son 0%, 10%, 15%, 20%, y 20%. Los límites de inversión estructurales para inversiones en FIBRAs y FIBRA-Es en función del valor de cada Fondo de Pensión (SB0, SB1, SB2, SB3 y SB4): son 0%, 5%, 10%, 10%, y 10%.
Perú	El total de inversiones realizadas en fondos mutuos alternativos, fondos de inversión alternativos y acciones de compañías listadas cuya exposición corresponde a instrumentos alternativos se computan dentro de los límites establecidos para cada tipo de Fondo. Los Fondos Tipo 0 (Fondo de protección de capital) y Tipo 1 (Fondo de preservación del capital), tienen prohibida la inversión en <b>activos alternativos</b> , mientras que la inversión para los Fondo de Pensiones Tipo 2 (Fondo Mixto) y Tipo 3 (Fondo de Crecimiento), tienen un límite máximo de 15% y 20% del valor del Fondo, respectivamente.

	<p>En el caso de los instrumentos alternativos que negocian en mecanismos centralizados de negociación, estos se computan sólo dentro de los límites descritos en el párrafo anterior, mientras que para aquellos que no negocien en mecanismos centralizados de negociación, se deben cumplir además con los siguientes sub-límites de inversión: Fondo Tipo 2 (Mixto): 12% en <i>private equity</i>, 6% en <i>venture capital</i>, 6% en <i>real estate</i>, 4% en <i>hedge funds</i>, 4% en <i>commodities</i> y 4% en bosques naturales; Fondo Tipo 3 (Crecimiento): 15% en <i>private equity</i>, 8% en <i>venture capital</i>, 8% en <i>real estate</i>, 6% en <i>hedge funds</i>, 6% en <i>commodities</i> y 6% en bosques naturales;</p>
--	--

### Límite por industria como porcentaje del fondo. Comparación regional.

	Descripción
Chile	Chile no tiene límites por industria para las inversiones en activos alternativos de las AFPs.
Colombia	Los límites de inversión en fondos de capital privado de infraestructura son los siguientes: Fondo Conservador: 0%; Fondo Moderado: 5%; Fondo Mayor Riesgo: 7%; Fondo Retiro Programado: 2%; Fondo Cesantía Corto Plazo: 0%; Fondo Cesantía Corto Plazo: 5%.
México	Los límites de inversión estructurales para <b>inversiones en FIBRA y FIBRA-Es</b> en función del valor de cada Fondo de Pensión (SB0, SB1, SB2, SB3 y SB4): son 0%, 5%, 10%, 10%, y 10%.
Perú	En el caso de los instrumentos alternativos que negocian en mecanismos centralizados de negociación, el total de inversiones realizadas en fondos mutuos alternativos, fondos de inversión alternativos y acciones de compañías listadas cuya exposición corresponde a instrumentos alternativos se computan dentro de los límites establecidos para cada tipo de Fondo, mientras que para aquellos que no negocien en mecanismos centralizados de negociación, se deben cumplir además con los siguientes sub-límites de inversión: Fondo Tipo 2 (Mixto): 12% en <i>private equity</i> , 6% en <i>venture capital</i> , 6% en <i>real estate</i> , 4% en <i>hedge funds</i> , 4% en <i>commodities</i> y 4% en bosques naturales; Fondo Tipo 3 (Crecimiento): 15% en <i>private equity</i> , 8% en <i>venture capital</i> , 8% en <i>real estate</i> , 6% en <i>hedge funds</i> , 6% en <i>commodities</i> y 6% en bosques naturales.

### Anexo 3. Chile. Límites de Inversión por Emisión para Emisores que Pueden Realizar Inversiones en Activos Alternativos

Instrumento	Límite por fondo individual <sup>46</sup>
Cuotas de fondos de inversión públicos y fondos mutuos. Inversión directa e indirecta en una misma entidad que no supera el 10% del activo total del fondo.	3% x VF
Cuotas de fondos de inversión públicos y fondos mutuos. Inversión directa e indirecta en una misma entidad que supera el 10% y no supera el 30% del activo total del fondo.	2% x VF
Cuotas de fondos de inversión públicos y fondos mutuos. Inversión directa e indirecta en una misma entidad que supera el 30% del activo total del fondo.	1% x VF
La suma de las inversiones en vehículos para llevar a cabo la inversión en activos de capital privado <b>extranjeros</b> sumado a los vehículos para llevar a cabo la inversión en activos de deuda privada <b>extranjera</b> administrados por un mismo gestor sumado a la coinversión en capital privado y deuda privada en el extranjero con el mismo gestor (incluye compromisos futuros).	2% x VF
Cuotas de fondos de inversión públicos y fondos mutuos. Aportes comprometidos mediante promesas de suscripción y pago.	0,5% x VF
Cuotas de fondos mutuos aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo.	5% x VF
Cuotas de fondos de inversión más los aportes comprometidos no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo.	0,5% x VF
Cuotas de fondos mutuos no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo.	0,5% x VF
Participación en una sociedad o deuda privada en que se invierta bajo la modalidad de coinversión.	0,5% x VF
Acciones de sociedades anónimas cerradas, Sociedad por Acciones (SpA).	0,5% x VF
Acciones por sociedad en comandita.	0,5% x VF

<sup>46</sup> En términos de porcentajes del valor del fondo (VF).

Participación en convenios de crédito con contraparte con clasificación de solvencia en grado de inversión.	1% x VF
Participación en convenios de crédito con contraparte sin clasificación de solvencia en grado de inversión.	0,5% x VF
Inversión en un bien raíz no habitacional con destino para <i>leasing</i> o renta.	1% x VF
Mutuos hipotecarios con contraparte con clasificación de solvencia en grado de inversión.	1% x VF
Mutuos hipotecarios por contraparte sin clasificación de solvencia en grado de inversión.	0,5% x VF
Bienes raíces sujetos a contratos de <i>leasing</i> y arrendamiento con entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial.	3% x VF

