

# Potenciando el rol de los Activos Alternativos para subir la rentabilidad de los Fondos de Pensiones: Cuatro propuestas para la nueva regulación de los Fondos Generacionales

Guillermo Larraín<sup>1</sup>

Presidente, ChileCapital Consultores

Académico, FEN Universidad de Chile y SciencesPo, Paris

Santiago, noviembre 2025



---

<sup>1</sup> Agradezco los comentarios de Luis Alberto Letelier y todo el directorio y ejecutivas de ACAFI que leyó una versión muy preliminar de este informe. Agradezco también las conversaciones con Arturo Cifuentes y varios gerentes generales y de inversiones de AGFs, AFPs y Compañías de Seguro de Vida. Finalmente, agradezco el apoyo de calidad de Daniel Medina.

<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>4</b>
<b>1 INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>8</b>
<b>2 ELEMENTOS DE CONTEXTO QUE FAVORECEN UN ENFOQUE RENOVADO PARA ACTIVOS ALTERNATIVOS.....</b>	<b>9</b>
2.1    La malla de límites, en particular para alternativos, es excesivamente densa y arbitraria	10
2.2    Están cambiando las razones que justificaban el límite máximo de participación en un Fondo de Inversión nacional .....	14
2.3    La nueva regulación de carteras de referencia puede aumentar el apetito por activos alternativos.....	14
<b>3 SUPUESTOS Y OBJETIVOS IMPORTANTES .....</b>	<b>15</b>
3.1    Uniformar el terreno de juego entre fondos nacionales e internacionales.....	15
3.2    Hipótesis sobre la nueva regulación de los fondos generacionales .....	16
3.3    El horizonte relevante de inversión al pasar de multifondos a FGs.....	17
3.4    Una mejor articulación de fases de acumulación y desacumulación .....	17
3.5    Permitir una transición no traumática en caso de cambios masivos de AFP producto de la licitación de afiliados .....	18
<b>4 HECHO ESTILIZADO 1: IMPORTANCIA DE LOS ACTIVOS ALTERNATIVOS EN LOS PORTAFOLIOS DE LOS FONDOS DE PENSIÓN EN EL MUNDO .....</b>	<b>21</b>
4.1    Los activos alternativos son crecientemente relevantes en el mundo para todo tipo de inversionistas .....	22
4.2    Los fondos de pensión asignan una cantidad importante de recursos a los fondos alternativos.....	23
<b>5 HECHO ESTILIZADO 2: LA CAÍDA EN LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN CHILE .....</b>	<b>24</b>
5.1    Razones tras la decreciente rentabilidad de los fondos de pensiones .....	25
<b>6 HECHO ESTILIZADO 3: LA INDUSTRIA DE FONDOS DE INVERSIÓN HA CRECIDO EN CHILE.....</b>	<b>27</b>
6.1    Aportantes han cambiado, las AFP se han diluido .....	29
6.2    Zoom sobre las inversiones de las AFP .....	30
<b>7 HECHO ESTILIZADO 4: LAS AFP HAN DEJADO DE INVERTIR EN ALTERNATIVOS NACIONALES .....</b>	<b>31</b>
<b>8 PROPUESTAS .....</b>	<b>32</b>
8.1    Aumento del límite global de exposición a activos alternativos.....	33
8.1.1    Incremento en el límite global a alternativos.....	33

8.1.2 <i>Emparejar el gliding path de activos alternativos .....</i>	34
8.2    Aumento del límite del 49% al 99% de las cuotas de un fondo de inversión que puede tener una AFP .....	35
8.2.1 <i>Beneficios esperados de esta reforma .....</i>	36
8.3    Un nuevo vehículo de inversión que facilite la inversión en activos alternativos: Fondo de Inversión Generacional (FIG).....	38
8.3.1 <i>Gobernanza actual de la inversión en alternativos nacionales.....</i>	38
8.3.1.1    Directorio .....	38
8.3.1.2    Comité de vigilancia.....	38
8.3.1.3    Comité de inversiones.....	40
8.3.2 <i>Propuesta: El FIG debe tener una gobernanza adecuada a los riesgos que tiene para así facilitar la exposición a activos alternativos nacionales .....</i>	41
8.3.2.1    El FIG es un fondo público con cuotas transables .....	41
8.3.2.2    Skin in the game y la participación de otros aportantes.....	42
8.3.2.3    FIG y el puente entre etapa de acumulación y desacumulación.....	43
8.3.2.4    Política de inversión para el fondo .....	45
8.3.2.5    Plazos fijos de gestión y condiciones para el reemplazo del gestor .....	45
8.3.2.6    Mejor gestión del problema de agencia .....	45
8.3.2.7    Estimación de ganancias por este cambio.....	46
8.4    Modificación de otros límites para acomodar el mayor límite global.....	48

## Resumen Ejecutivo

El presente informe analiza **ajustes regulatorios** que deberían incorporarse en el diseño de los **Fondos Generacionales (FGs)**, con el fin de **potenciar la exposición de los fondos de pensiones a activos alternativos nacionales**.

El informe está basado en el análisis de **límites de inversión**. Sin embargo, es de conocimiento público que la reforma en curso puede terminar con buena parte de ellos. En este informe no hemos cuestionado este tema ni hecho propuestas específicas sobre cómo pudiera reformarse este mecanismo, pues no hay indicación alguna de qué tipo de cambios podrán implementarse.

En todo caso, el mensaje del informe es claro: es necesario generar mejores condiciones regulatorias para la gestión de activos alternativos en Chile. Esto es necesario por tres razones: mejorar la rentabilidad de los fondos de pensiones y su diversificación doméstica, promover el crecimiento económico que es el mecanismo primario mediante el cual el ahorro previsional colabora con el desarrollo del país y producir una profundización financiera que podríamos llamar de segunda generación.

El análisis parte de la constatación de que, pese al crecimiento sostenido de la industria de fondos de inversión en Chile y al dinamismo del sector de activos alternativos, las **AFP han perdido protagonismo** como inversionistas institucionales domésticos. Este fenómeno responde tanto a factores regulatorios –una malla de límites excesivamente densa y arbitraria– como a incentivos estructurales que han desplazado las inversiones hacia el extranjero, reduciendo las oportunidades de canalizar el ahorro previsional hacia proyectos nacionales de largo plazo.

### *Contexto y diagnóstico general*

El marco regulatorio vigente fue diseñado bajo la lógica de los multifondos, con el objetivo de controlar los riesgos de inversión mediante límites estructurales, por instrumento y por emisor. Sin embargo, la interacción de estos límites genera distorsiones que restringen innecesariamente la diversificación de portafolios y limitan el acceso a activos alternativos, particularmente locales.

Ejemplos claros de arbitrariedad incluyen reducciones asimétricas en los límites de exposición entre los fondos A y E, o diferencias sin fundamento en los

porcentajes permitidos por tipo de instrumento. Este exceso de regulación impone una estructura rígida que debilita la capacidad de gestión de las AFP, impidiendo que éstas ajusten sus estrategias de acuerdo con el perfil y horizonte de riesgo de cada generación.

Asimismo, la definición del horizonte de inversión basada en la edad legal de jubilación resulta obsoleta. Una afiliada de 60 años, con más de 25 años de expectativa de vida restante, sigue necesitando retornos sostenibles, lo que exige instrumentos de mayor duración. Sin embargo, las reglas actuales fuerzan liquidaciones prematuras de activos ilíquidos, afectando tanto a quienes se jubilan como a los afiliados que permanecen en los fondos, con pérdidas de rentabilidad y eficiencia.

#### *Cambios regulatorios y nuevos incentivos*

El reemplazo de los multifondos por los **Fondos Generacionales (FGs)** abre una oportunidad para revisar en profundidad el enfoque regulatorio. Una consecuencia esperada de esta reforma es que la nueva estructura de **carteras de referencia** y **márgenes de desviación** reduzca el efecto manada que históricamente ha caracterizado al sistema de pensiones. Esto debiera fortalecer los incentivos para la diferenciación entre AFPs y, por lo tanto, la búsqueda de mayores retornos ajustados por riesgo.

En este escenario, uno esperaría que aumente el interés por invertir en **activos alternativos**, porque estos ofrecen primas de liquidez y diversificación. Sin embargo, respecto de las nuevas cotizaciones previsionales existe el riesgo de materializar un **foreign bias artificial** si no se equilibran las condiciones regulatorias entre inversiones nacionales e internacionales. Actualmente, las AFP pueden adquirir el 100% de un fondo en el extranjero, pero sólo hasta el 49% de uno nacional, lo que representa una clara **asimetría de trato**.

Además, el informe enfatiza que la transición hacia FGs permitirá **ampliar el horizonte de inversión previsional**, dado que la movilidad de afiliados entre fondos o administradoras será significativamente menor. Esto habilita una planificación de largo plazo y mayor coherencia entre riesgo y rentabilidad, condiciones óptimas para aumentar la participación en activos alternativos.

*Hechos estilizados: evidencia empírica*

El documento identifica cuatro hechos estilizados que sustentan la necesidad de reforma:

1. **Los activos alternativos son crecientemente relevantes en el mundo.**  
Los fondos de pensiones globales destinan entre 20% y 40% de sus carteras a estos instrumentos, mientras que en Chile apenas alcanzan un 10%, con un 90% invertido en el extranjero.
2. **La rentabilidad de los fondos de pensiones en Chile ha mostrado una tendencia descendente** desde los años 2000, producto de la caída de la productividad, la maduración del sistema, las bajas tasas globales y los retiros de fondos previsionales de 2020-2022.
3. **La industria local de fondos de inversión ha crecido aceleradamente.**  
Entre 2014 y 2025, los activos bajo gestión aumentaron de USD 6.171 millones a más de USD 36.000 millones, con una fuerte reorientación hacia activos alternativos, que pasaron de representar el 55% al 76% del total.
4. **Las AFP han dejado de invertir en fondos nacionales.** En 2024, solo representaban el 17% de los aportes al sistema, frente a 41% de las corredoras de bolsa y 19% de las compañías de seguros. Las principales causas son la falta de vehículos adecuados y la aversión al riesgo reputacional.

*Propuestas principales*

El informe plantea las siguientes **reformas estratégicas y complementarias**:

**a) Aumento del límite global de inversión en activos alternativos.** Se propone elevar gradualmente el tope legal de 20% a 25%, armonizando la pendiente del "gliding path" entre los fondos más y menos riesgosos. Esta medida eliminaría las discontinuidades injustificadas que hoy afectan a los fondos D y E, y permitiría una exposición más uniforme al riesgo a lo largo del ciclo de vida.

**b) Elevación del límite de participación de una AFP en un fondo nacional del 49% al 99%.** La medida busca **nivelar el terreno de juego** entre inversiones locales y extranjeras, eliminando una barrera que impide a una AFP estructurar

fondos especializados. Se propone, además, la posibilidad de que la coinversión mínima del 1% se hecha ya sea por la administradora (AGF) que gestiona el fondo o por otros inversionistas institucionales que estén expuestos patrimonialmente de manera directa a los resultados del fondo, como las compañías de seguros de vida. Esto permitiría mejorar la alineación de intereses.

**c) Creación de una variante de fondo de inversión que denominaremos Fondo de Inversión Generacional (FIG).** Este tipo de fondo se distingue de otros fondos en que su vocación es ser parte de un fondo generacional de las AFP y tiene por lo tanto requisitos de gobernanza distintos a un fondo no generacional de la que tienen los fondos de inversión de Ley Única de Fondos. En el origen de este fondo puede haber una AGF como es hoy, o una AFP.

Sugerimos dar a este tipo de fondos un nombre particular que para simplificar denominamos el **FIG**. Este es un fondo de inversión público tradicional, pero diseñado para canalizar el ahorro previsional hacia activos alternativos nacionales. El diseño de esta variante de fondo de inversión debe tener la potencialidad de: (a) pasar de la fase de acumulación a la de desacumulación del sistema de pensiones de Chile y (b) resistir los movimientos esperados de afiliados en caso que ocurran traspasos masivos producto de las licitaciones de afiliados.

Para esto, **FIG** sería un **fondo público con cuotas transables**, administrado bajo supervisión de la CMF, en el cual una AFP puede ser aportante único. Su diseño contempla reglas de **gobernanza fortalecida**, plazos de gestión predefinidos, posibilidad de reemplazo del gestor sin crisis reputacional y mecanismos para incorporar otros aportantes, incluyendo aseguradoras que ofrezcan rentas vitalicias.

**d) Modificación de límites en otras áreas.** Se contempla una revisión del resto de la estructura de límites que afectan a los activos alternativos. A algunos de ellos se propone hacerles un ajuste, pero a otros no.

#### *Beneficios y riesgos*

Las propuestas combinadas generan tres tipos de impactos positivos:

- **Rentabilidad y diversificación:** permiten aprovechar primas de liquidez y mejorar el rendimiento ajustado por riesgo mediante horizontes más largos y carteras especializadas.

- **Crecimiento económico:** impulsan el financiamiento de sectores estratégicos –infraestructura, innovación, capital privado– contribuyendo a la productividad y al empleo.
- **Profundización financiera:** fortalecen el ecosistema de gestión de activos local, promoviendo competencia, coinversión y sofisticación del mercado.

Los riesgos identificados –selección adversa de proyectos, riesgo reputacional y capacidad técnica insuficiente– pueden mitigarse mediante **gradualidad en la implementación, transparencia informativa y gobernanza robusta**.

Con una adecuada implementación, estas medidas permitirán **elevar la rentabilidad del ahorro previsional**, a través del fortalecimiento del mercado de capitales local y de la consolidación de un modelo de inversión de más largo plazo que beneficie tanto a los afiliados como al desarrollo sostenible del país.

## 1 Introducción

ACAFI solicita mi opinión respecto de la conveniencia de que las AFP puedan ser únicas aportantes a un Fondo de Inversión nacional.

El enfoque del informe comienza con una discusión sobre la industria de fondos desde la perspectiva de los inversionistas aportantes. Veremos que las AFP fueron importantes desarrolladoras de este sector, pero desde 2018 han dejado de serlo. Aunque ha habido una sustitución de aportantes y en el neto la industria de fondos ha crecido, las AFP no han recuperado terreno al respecto.

Enseguida analizaremos de manera contextual la exposición de los fondos de pensiones a activos alternativos en tanto clase de activo. Se verá que, aun cuando dentro de niveles inferiores a sus contrapartes en el mundo, las AFP han incrementado su tenencia de activos alternativos. Desde 2018 sin embargo, el flujo de inversiones a activos alternativos se concentra en activos internacionales. Por esta razón, la segunda parte de la evidencia se centra en analizar la participación de los activos alternativos nacionales dentro de esa exposición.

El informe termina con un largo capítulo dedicado a propuestas centradas en tres grandes ideas. Primero, por qué incrementar el límite global de exposición a activos alternativos. Segundo, cómo igualar el terreno de juego entre los activos

internacionales y los nacionales. Tercero, por qué y cómo promover la inversión en activos alternativos nacionales.

## 2 Elementos de contexto que favorecen un enfoque renovado para activos alternativos

Como veremos más adelante, la tasa de retorno de los fondos de pensiones se ha desacelerado significativamente. Lo que alguna vez fue protagonista del incremento en el ahorro previsional y un aporte sustantivo al crecimiento de la productividad en Chile ha perdido fuerza. La idea de reformar el régimen de inversión de las AFP se fue instalando a través del tiempo de manera significativa.

Como he planteado en otros informes, los activos alternativos son una forma circunspecta de incrementar la tasa de retorno de los ahorros pensionales y de irrigar la economía de ahorro previsional que favorezca el crecimiento de la productividad. En efecto, el mayor ahorro previsional aplicado a la economía nacional puede colaborar significativamente a elevar la barrera de financiamiento de muchos sectores en Chile (empresas medianas y sector hipotecario por ejemplo).

Quizá si la crítica más fuerte y sostenida ha sido la elaborada por Arturo Cifuentes. Con un telón de fondo de una sostenida desaceleración de la productividad en Chile, Arturo Cifuentes sostiene que el régimen de inversiones vigente es una "camisa de fuerza añea y mal diseñada" que en algo ha impedido optimizar las inversiones de las AFP. En particular, según Cifuentes este régimen impide gestionar activos poco líquidos, diversificar internacionalmente o asumir cobertura cambiaria razonable, lo que reduce significativamente el potencial de rendimiento en el largo plazo.

Cifuentes critica que el sistema multifondos no ha cumplido su promesa: los fondos más riesgosos no siempre entregan mayores retornos que los más conservadores. De hecho, por períodos prolongados el fondo E ha superado al A o B, algo incompatible con la lógica original de orden riesgo-retorno. Esto es responsabilidad de la normativa que constriñe a las AFP. Esta normativa no está basada en objetivos claros, ni plantea metas explícitas de retorno, ni integra métricas modernas de riesgo a nivel de portafolio (como CVaR). Esta falta de claridad normativa impide al regulador o a las AFP evaluar la eficiencia de los límites por clase de activo.

Cifuentes propone reemplazar el esquema basado en límites por clases de activos por un marco regulatorio centrado en dos ejes:

- (i) un objetivo mínimo de retorno (aproximadamente UF + 4 % real) y
- (ii) un presupuesto de riesgo medido sobre el portafolio global, utilizando métricas modernas como el CVaR.

Bajo esa lógica, los gestores podrían asignar recursos entre clases de activos (renta fija, acciones, activos alternativos, infraestructura, deuda privada, etc.) siempre que no excedan el riesgo permitido y puedan alcanzar la meta de retorno.

Asimismo, propone liberalizar las inversiones internacionales, flexibilizar la cobertura cambiaria (dando más libertad para que los gestores decidan cuándo cubrir o no), y abrir espacio para activos alternativos menos líquidos (capital privado, recursos naturales, crédito privado, etc.). También sugiere eliminar límites rígidos que hoy distorsionan la asignación (unos pocos mínimos forzosos pero sobre todo máximos artificiales), y crear una normativa que sea más transparente, coherente y amigable con la gestión de largo plazo.

En suma, adhiriendo a lo planteado por Cifuentes, además de reformas que incrementen las cotizaciones y de las mejoras institucionales como la PGU o el sistema de seguro social, es esencial abordar el núcleo técnico del sistema de ahorro obligatorio: un régimen de inversiones que impide a los fondos maximizar su rendimiento dentro de niveles de riesgo aceptables. Solo con una regulación moderna, basada en objetivos claros y métricas de riesgo eficientes, podría aspirarse a pensiones sustancialmente mejores para los afiliados.

## 2.1 La malla de límites, en particular para alternativos, es excesivamente densa y arbitraria

El siguiente cuadro es un extracto del Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones en el cual nos concentraremos en aquellos que afectan a los Activos Alternativos. La conjunción de límites estructurales, por instrumento y por emisor define una malla compleja, cuya interacción la hace costosa de entender y difícil de asegurar su cumplimiento.

Esta malla refleja la perspectiva de riesgo y retorno que subyace al concepto de los multifondos. Sin embargo, hay definiciones arbitrarias que pueden estar teniendo un efecto sobre las rentabilidades de los fondos de pensiones. Veamos algunos ejemplos:

- Respecto de los límites estructurales, línea a.7, no hay razón para que los límites de inversión en alternativos que, partiendo de un 13% se reducen de a 2% entre los fondos A y B y B y C, pasen a 3% entre C y D para luego 1% entre D y E.
- En la línea b.10, se definen límites por instrumento como proporción de los límites estructurales de a.7 que acabamos de ver que muestran un diseño antojadizo. Esta característica se amplifica en la línea b.10 porque para los fondos A, B y C el límite por instrumento es el 70% del límite estructural, pero para el fondo D es 60% y para el E un 40%. No hay razón que justifique esta opción.
- En la línea b.3, entre los fondos A, B y C hay una reducción del límite por instrumento a razón de 3% entre ellos, pero por alguna razón el límite para el D cae 4% comparado con el C y en el caso del fondo E cae 10% por lo que este tiene un límite de 0%.

Cuadro 1. Resumen de límites de inversión relevantes

Tipo de límite	Línea	Descripción	Rango	Tipo de Fondo de Pensiones				
				A	B	C	D	E
Estructural	a.7	Activos alternativos (*)	5 a 20	17,0	14,0	11,0	6,0	5,0

(\*) Activos Alternativos: Instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada, infraestructura y otros activos que se transen en mercados privados + 60% los aportes comprometidos a futuro en los vehículos de capital y deuda privados extranjeros y en la coinversión en el extranjero + inversión indirecta en activos alternativos + 60% los aportes comprometidos a futuro mediante contratos de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión nacionales cuyas inversiones se encuentran constituidas preferentemente por activos alternativos + títulos representativo de oro + inversión indirecta realizada a través de fondos de inversión públicos, en títulos de emisores nacionales, tales como: pagarés, mutuos hipotecarios con fines habitacionales, que no sean de oferta pública y facturas

Tipo de límite	Línea	Descripción	Rango	A	B	C	D	E
				A	B	C	D	E
Por instrumento	b.3	Acciones restringidas + [acciones+cuotas de fondos de inversión] baja liquidez + [cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales y extranjeros + títulos representativos de índices financieros] no aprobados CCR	10 a 20	20,0	17,0	14,0	10,0	0,0
	b.4	Aportes de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión. Se excluyen de este límite las promesas de los fondos de inversión nacionales, cuyas inversiones se encuentran constituidas preferentemente por activos alternativos		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
	b.10	Vehículos de capital privado en el extranjero + coinversión en capital privado + 60% los aportes comprometidos a futuro en los vehículos de capital privado extranjeros y en la coinversión de capital privado en el extranjero. Incluye inversión indirecta en capital privado extranjero efectuada a través de fondos de inversión nacionales y 60% los contratos de promesa de tales fondos.		11,9	9,8	7,7	3,6	2,0

Tipo de límite	Línea	Descripción	Pensiones	Fondos Individuales	Suma de fondos	
				% del Fondo de Pensiones	% Activo del Fondo de Inversión	% Serie
Por emisor	c.7, c.8,	Títulos de deuda emitidos por fondos de inversión, con clasificación igual o superior a BBB.	3,0	12,0	35,0	
	c.12	Títulos de deuda emitidos por fondos de inversión, con clasificación menor a BBB	0,5	12,0	35,0	
	c.15	Cuotas de fondos de inversión + monto aportes comprometidos aprobados por la CCR+bonos de fondos de inversión		49,0	49,0	
	c.15.a	Inv. directa e indirecta en una misma entidad no supera el 10% del activo total del fondo	3,0			
	c.15.b	Inv. directa e indirecta en una misma entidad supera el 10% y no supera el 30% del activo total del fondo	2,0			
	c.15.c	Inv. directa e indirecta en una misma entidad supera el 30% del activo total del fondo	1,0			
	c.15	Aportes comprometidos mediante promesas de suscripción y pago	0,5			
	c.17	Cuotas de fondos de inversión + monto aportes comprometidos no aprobadas por la CCR	0,5	49,0	49,0	
	c.27	Acciones de sociedades anónimas cerradas, Sociedad por Acciones (SpA) y Acciones de Sociedad en Comandita	0,5	49,0	49,0	
				99,0	99,0	

Fuente: elaboración propia sobre la base del documento "Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones" emitido por la Superintendencia de Pensiones

- Respecto de los límites por emisor, en la línea c.15 literales a, b y c, hay un trade off entre la importancia de las inversiones de los fondos de pensiones en los activos totales del fondo de inversión y cuánto del fondo de pensiones se puede invertir en ese fondo de inversión. Mientras mayor el peso del fondo de pensiones en los activos del fondo de inversión, menor el techo que se puede invertir como proporción del fondo de pensión mismo. Este trade off refleja la idea que los activos alternativos tiene un

retorno esperado mayor pero que conllevan un riesgo asociado mayor también. Sin embargo, desconoce que las condiciones en las que la AFP se puede involucrar en la gestión del activo cambian a medida que la inversión es mayor. Ese involucramiento puede mejorar la relación riesgo-retorno del activo alternativo y el trade off puede cambiar.

Al considerar la totalidad del Régimen de Inversión, estos límites arbitrarios que moldean la toma de riesgo de las AFP probablemente afectan negativamente la rentabilidad de los fondos de pensiones. La reforma de marzo de 2025, al anunciar el reemplazo de los multifondos por fondos generacionales debe permitir que el juicio respecto de la relación riesgo-retorno de las inversiones recaiga más sobre la AFP. Eso debiera permitir una mayor flexibilidad para la construcción de carteras adecuadas a sus necesidades.

Finalmente, respecto de las necesidades de los afiliados próximos a la edad legal de jubilación, el régimen de inversión está pensado con la idea de que el horizonte relevante es ese: la edad legal de jubilación. Sin embargo, para una mujer de 60 años, el horizonte relevante no es un par de meses, sino los 27 años de expectativa de vida que tiene a esa edad. Esto es poco problemático para los activos líquidos, pero es muy complejo para los activos alternativos por dos razones que serán abordadas en este informe:

- Una persona se puede jubilar hoy estando en el fondo D o E. Sin embargo, no todas las personas que están en esos fondos están próximos a la jubilación. Cuando alguien se jubila, la necesidad de vender cuotas en un mercado bien ilíquido arriesga castigos relevantes que afectan la rentabilidad de la persona que se jubila, pero afecta la valorización de los activos de los afiliados que siguen en ese fondo.
- El problema no se agota en la necesidad de vender lo que afecta los precios, sino que a medida que se acerca la edad de jubilación las AFP tienen menos interés en tener activos alternativos cuya madurez excedan la edad de jubilación. Esto afecta la capacidad del ahorro previsional de otorgar mayor rentabilidad en etapas tardías de la vida laboral (y tempranas de la vida pasiva).

## 2.2 Están cambiando las razones que justificaban el límite máximo de participación en un Fondo de Inversión nacional

La regulación respecto del límite máximo que podía tener una AFP a un fondo de inversión nacional ha evolucionado en el tiempo. Inicialmente el límite máximo era 33% y actualmente se sitúa en 49%. La lógica inicial de este límite era generar un incentivo a lo que podríamos llamar la supervisión cruzada entre pares precisamente porque los AA tienen riesgos relevantes cuya correcta evaluación requiere *skin in the game* de parte del gestor y en Chile los fondos de pensiones son CD.

El riesgo patrimonial que tradicionalmente han corrido las AFP chilenas ha sido a través del encaje. Sin embargo, como la cartera de referencia (benchmark) de rentabilidad era endógeno, el comportamiento de manada de las AFP hacía que, en la práctica la diferenciación de carteras hiciera desaparecer el riesgo de caer en rentabilidad mínima. En este sentido, este enfoque de "supervisión cruzada entre pares" generaba un efecto perverso para invertir en activos alternativos pues acrecentaba el comportamiento de manada y reducía la probabilidad de caer en rentabilidad mínima.

Dado que los fondos de pensión chilenos son de contribución definida y por lo tanto el administrador corre un riesgo patrimonial muy bajo, el requisito de que haya más de una AFP que decida invertir en un mismo fondo de inversión se entendía que era una forma de doble chequeo de la razonabilidad del riesgo asumido por la administradora.

## 2.3 La nueva regulación de carteras de referencia puede aumentar el apetito por activos alternativos

La reforma de 2025 cambió la forma cómo se definirá la cartera de referencia (benchmark) y cuáles serán los premios y castigos asociados a las diferencias respecto del margen de desviación. Aun cuando la consultoría que propondrá la cartera de referencia y los márgenes de desviación está en curso, es probable que la cartera de referencia no sea totalmente endógena como lo es hoy. Esto tendrá como resultado que el efecto manada debiera ser menos relevante y el premio por diferenciarse será más fuerte.

Lo que determinará la fuerza relativa entre el efecto manada y premio por diferenciación será la interacción de dos cosas:

- a. El tamaño del margen de desviación respecto de la cartera de referencia

Un margen muy amplio reducirá el riesgo de pagar castigo y recibir premios, salvo que haya una diferenciación importante entre las carteras de las AFP. Esto sugiere que si el margen es amplio, uno debiera esperar que las AFP busquen activa y selectivamente nuevas oportunidades de inversión que les permita acercarse al techo de la banda. Dada la restricción de que una sola AFP no puede viabilizar un fondo, esto es más difícil hoy.

- b. La intensidad relativa de la aversión a la pérdida respecto de los premios esperados producto de una determinada inversión.

En efecto, es un resultado conocido que en general los inversionistas, particularmente los institucionales, tienen un grado importante de aversión a las pérdidas que no se compensa con una fuerte valoración de los eventuales premios de rentabilidad. En tanto a las AFP, ello está particularmente marcado en el caso de las inversiones nacionales, entre otras cosas por el efecto reputacional que podría acarrear realizar inversiones de baja rentabilidad o alta contingencia social, ambiental o política.

En este escenario, es posible que se incremente el apetito por una mayor exposición a activos alternativos, pero que persista un *foreign bias*.

### 3 Supuestos y objetivos importantes

#### 3.1 Uniformar el terreno de juego entre fondos nacionales e internacionales

Hay que destacar que hay una asimetría importante porque en el numeral c.19) del régimen de inversión de las AFP se deduce que es posible para una AFP invertir en el extranjero hasta el 100% de las cuotas. Sólo hay un límite como porcentaje del fondo de pensiones mismo, pero no hay un límite por emisor. En los mercados más desarrollados esto usualmente no ocurre porque los fondos son grandes y hay más inversionistas con tickets como el que invierten las AFP. Sin embargo, es una posibilidad.

1. La contribución de las AFP a la industria de fondos de inversión creció mucho al inicio, pero luego se estancó en términos absolutos y cayó en términos relativos. Es necesario explicar qué hizo que las AFP dejaran de ser protagonistas del desarrollo de la industria de fondos dado que, por su naturaleza, es un vehículo que a priori es muy atractivo para canalizar el ahorro previsional hacia sectores emergentes de la economía nacional.
2. Algunas de las razones que, complementariamente, se han adelantado para explicar esto tienen que ver con:
  - a. Comportamiento estratégico entre AFPs, en el sentido que la decisión de invertir se transforma en un bien público, ello hace que el resto de las AFP haga un screening débil o inexistente sobre la inversión misma. Es decir, podría haber un subsidio cruzado desde las AFP que hacen la investigación sobre el fondo hacia las que no lo hacen. En esas condiciones, el equilibrio es no invertir en Chile.
  - b. Siendo pocas AFP, el requisito de tener tres o dos aportantes como mínimo fuerza a los gestores de los fondos a buscar alternativas en otras fuentes de aporte. Así han surgido otros aportantes como Compañías de Seguros de Vida, Corredoras de Bolsa, FIPs, Fondos de Inversión, Fondo de Cesantía e incluso sociedades extranjeras.

### 3.2 Hipótesis sobre la nueva regulación de los fondos generacionales

La regulación existente de los fondos de pensiones emitida por la Superintendencia de Pensiones está caracterizada por una muy densa malla de límites que pretenden inducir una toma de riesgo controlada. Este enfoque regulatorio existe y se ha profundizado desde la creación de los fondos de pensiones en 1980.

La introducción de los Fondos Generacionales pretende romper parcialmente con esta tradición. En principio se trata de reducir la densidad de límites dejando solo los más relevantes y establecer un esquema de carteras de referencia y una regulación de premios y castigos cuando haya una desviación de esa cartera.

Al momento de escribir este informe, sin embargo, no existe información respecto del tipo de esquema regulatorio que presentará la consultora Mercer ni qué parte de la propuesta adoptará la Superintendencia. En este

contexto, toda la discusión de este informe está pensada como si el sistema de límites estuviera plenamente vigente.

Se aconseja que cuando ya esté clara la estructura regulatoria de los Fondos Generacionales se haga una reinterpretación de este informe a la luz de la nueva regulación.

### 3.3 El horizonte relevante de inversión al pasar de multifondos a FGs

Una nota metodológica importante se refiere a cómo nos referiremos a los fondos generacionales partiendo de la base de la regulación existente de los multifondos. Como se sabe multifondos tiene una estructura de riesgo y retorno que es la misma que inspira a los fondos generacionales. Lo que no está claro a esta altura es cuántas etapas considerará Mercer en su propuesta de estructuración de los fondos generacionales.

Para efectos de este estudio supondremos que el ciclo de vida relevante de cada generación es de esas mismas 5 fases del "gliding path" de riesgo que constituyen multifondos. Las sugerencias de cambios de límite por lo tanto, se referirán a la estructura actual de multi fondos suponiendo que ella tiene un correlato con la estructura regulatoria que tendrán los fondos generacionales.

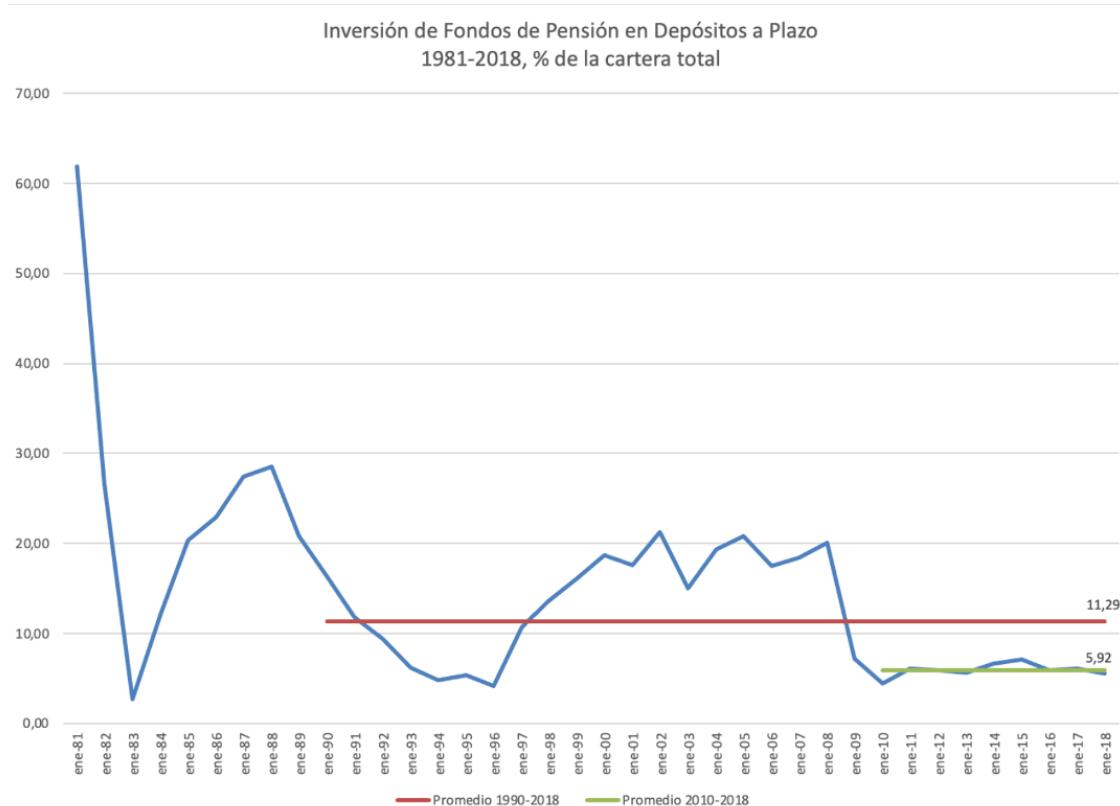
### 3.4 Una mejor articulación de fases de acumulación y desacumulación

Una advertencia es necesaria puesto que en la propuesta que sigue hemos señalado la necesidad de articular mejor la integración entre la fase de acumulación y la fase de desacumulación del sistema de pensiones lo que se traduce en que el horizonte relevante de inversiones en activos alternativos para una persona cerca del retiro no se detiene a la edad de retiro sino que debe continuar hacia la expectativa de vida al retiro.

Por esta razón es que sugerimos fuertemente que la estructura de los fondos generacionales incorpore más etapas que las 5 actual que considera multi fondos y vaya más allá de la edad legal de jubilación. Para ello nuestra propuesta considera la creación de un vehículo de inversión distinta a las existentes hoy y que permitiría que el vehículo conteniendo activos alternativos de madurez que exceda la edad legal de jubilación puedan ser traspasados a la compañía que tenga la renta vitalicia.

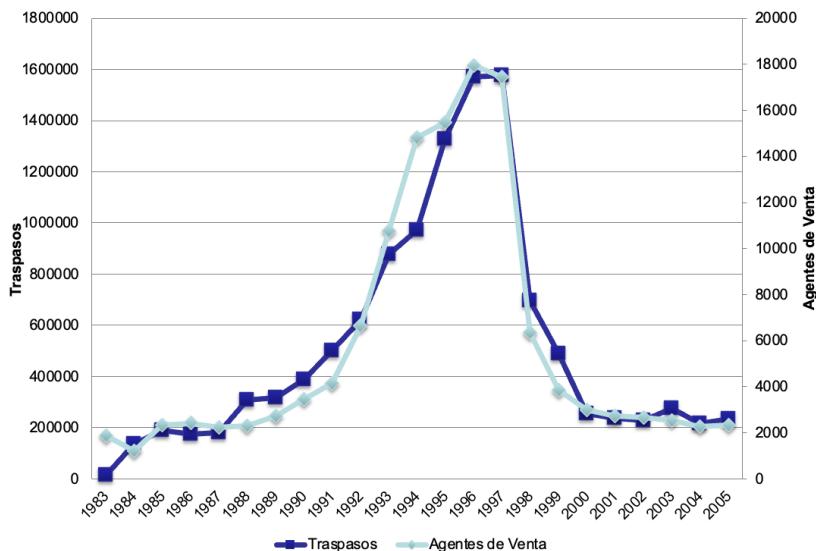
### 3.5 Permitir una transición no traumática en caso de cambios masivos de AFP producto de la licitación de afiliados

Una razón importante que explica por qué los fondos de pensiones han tenido baja rentabilidad es por el sesgo hacia instrumentos líquidos y de corto plazo que han ocurrido a través de los años. Por ejemplo, la Superintendencia de Pensiones, con datos que reporta solo hasta 2018, señala que desde 1990 hasta esa fecha, los depósitos a plazo han representado 11,3% del total de la cartera. Como puede verse en el gráfico, luego de un comienzo con enorme dependencia en este tipo de instrumentos, hacia finales de 1996 su participación había bajado al 4,2%.



No obstante, en la segunda parte de los años noventa se desató la "guerra de vendedores" que incrementó significativamente los traspasos entre AFP como se muestra en el siguiente gráfico.

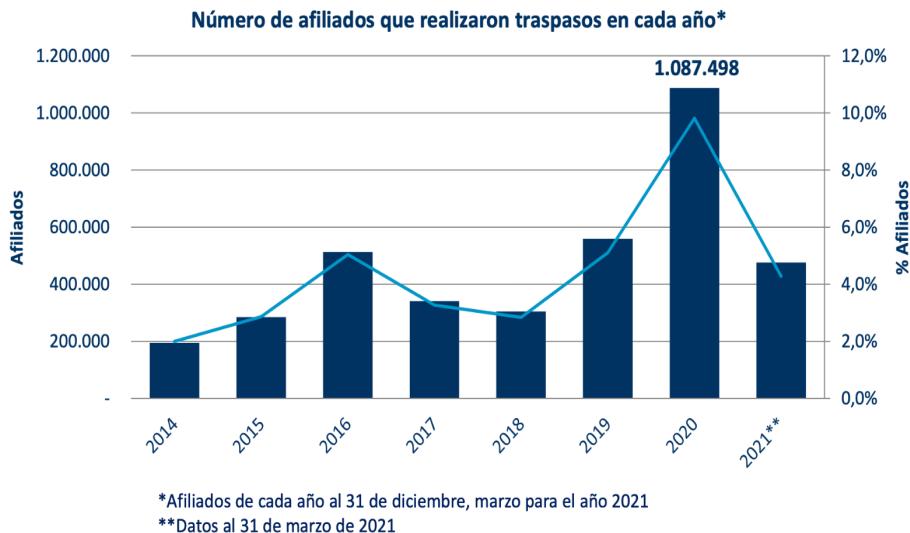
## Traspasos y Vendedores



Fuente: Bronfman (09)

Le necesidad de facilitar estos traspasos con mínimo efecto sobre la valorización del resto de la cartera llevó a las AFP a mantener tener en su portafolio una cantidad desproporcionada instrumentos líquidos de corto plazo. Como se pudo ver en el gráfico previo, esto hizo que los depósitos a plazo pasaran de ese 4,2% a un promedio de 16,6% entre 1997 y 2009.

Algo similar ocurrió durante los retiros de fondos de pensión en 2020 y 2021. Como se sabe, el Congreso autorizó tres retiros anticipados de fondos de pensiones que exigieron a las AFP tener una cantidad de instrumentos líquidos de corto plazo en una cantidad excesiva. Ello fue posible porque la Superintendencia autorizó transitoriamente un incremento en los límites de activos más líquidos tanto nacionales como extranjeros. Diaz y Hansen (2025) muestran empíricamente que las presiones de venta de instrumentos financieros para enfrentar los retiros se hicieron fundamentalmente, en el frente interno, con depósitos bancarios. Esto fue parcialmente el caso durante el primer retiro, porque en los otros dos hubo una importante compra de depósitos bancarios por parte del Banco Central para sostener el precio de estos activos.



Fuente: presentación del superintendente Osvaldo Macías ante la Comisión de Trabajo de la Cámara de Diputados, 13 de abril 2021

Esto hace suponer que un riesgo importante que se cierre sobre el sistema es el efecto de la licitación de afiliados que abarcará un 10% de los afiliados cada dos años. Esto puede significar una demanda por liquidez de parte de las AFP que lesione de manera significativa la rentabilidad de los fondos precisamente porque deberán tener más instrumentos líquidos de corto plazo que lo necesario.

Como hemos argumentado previamente, esto puede manejarse en el caso de instrumentos que se transan en mercados profundos como en general los mercados extranjeros de países desarrollados y en Chile los instrumentos estatales y los corporativos prime.

**Quedan sin embargo los activos alternativos nacionales como una clase de activo particularmente importante en Chile y particularmente vulnerable a este tipo de licitación.** El análisis que estamos haciendo aquí y las propuestas que se desarrollan en parte buscan preparar al sistema para enfrentar estos desafíos de la mejor manera posible.

#### 4 Hecho estilizado 1: Importancia de los activos alternativos en los portafolios de los fondos de pensión en el mundo

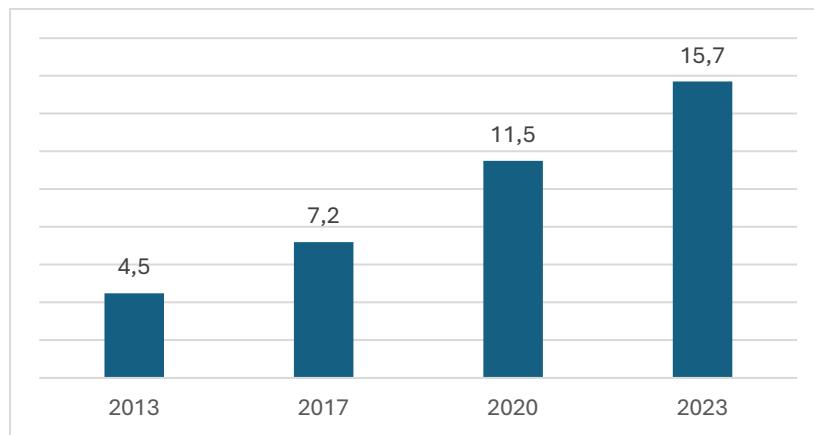
La exposición de los fondos de pensión en Chile a activos alternativos es significativamente menor que la que tienen fondos de pensión en el resto del mundo. La explicación tradicional para esto es por un conflicto de difícil solución sin una reforma al sistema previsional, reforma que acaba de hacerse. En efecto, por un lado, los FP chilenos son CD y hasta la reforma los afiliados han gozado de una amplia libertad para elegir el patrón de riesgo al que quieren estar expuestos y además pueden elegir el administrador. Por otro lado, los AA presentan riesgos de valoración y de liquidez significativos que dificulta enormemente su liquidación en plazos breves como los que implica la libertad de elección señalada.

La reforma de 2025 cambia de manera importante el primero de estos dos componentes al elegir. Según CIEDESS, entre 2007 y 2025, los traspasos entre AFP alcanzan al 0,38% del total de afiliados. Los afiliados que se cambian de AFP tienen una remuneración imponible inferior a la mediana por lo que el monto total traspasado equivale al 0,36% del total de los fondos de pensiones.

En su peak, el año 2020, CIEDESS informa que se produjo un total de 911.416 traspasos, con un 95,8% al interior de la misma AFP. Dado el saldo promedio de la cuenta de capitalización individual, el monto de los activos traspasados entre AFPs pero sobre todo entre fondos dentro de una AFP alcanzó en 2020 a un 9,2% de los activos previsionales. Este tipo de disruptión brutal en la planificación de inversiones ya no será posible con los FG. De esta manera, queda instalada la potencialidad de incrementar el horizonte de inversión de los fondos de pensión y por lo tanto el monto global de exposición a activos alternativos.

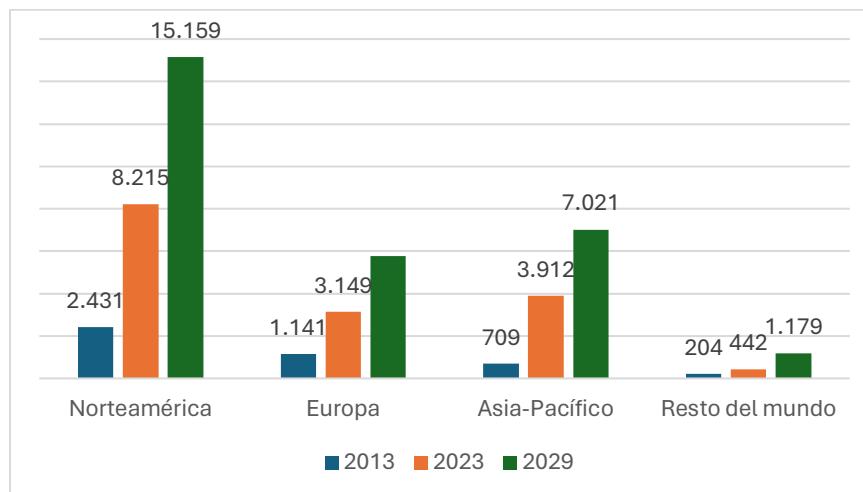
#### 4.1 Los activos alternativos son crecientemente relevantes en el mundo para todo tipo de inversionistas

##### Crecimiento de los Activos Alternativos Privados Globales Bajo Gestión, en Billones de USD



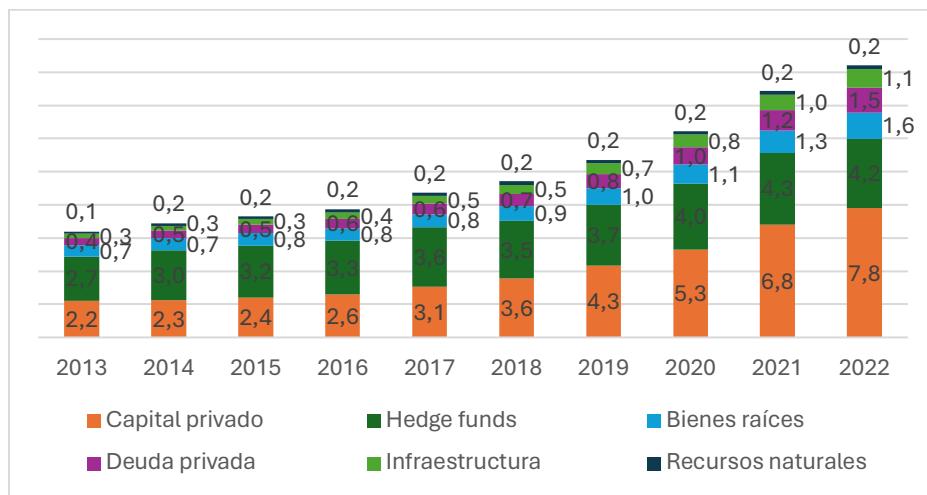
Fuente: *Industry Research Report on Alternatives (2024)*

##### Activos Alternativos Privados Globales Bajo Gestión por Región, en Mil Millones de USD



Fuente: *Industry Research Report on Alternatives (2024)*. Con datos proyectados para el 2029

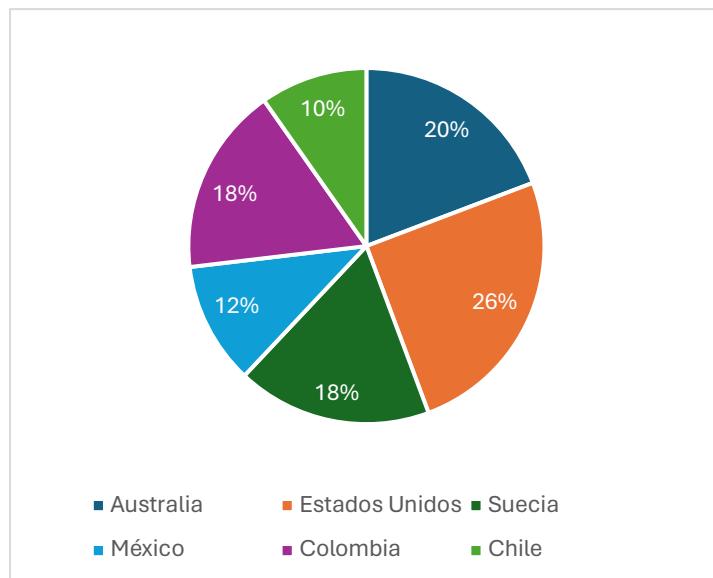
### Evolución de las Inversiones por Tipo de Activos Bajo Gestión en Europa, en Billones de USD



Fuente: Maples Group, Investment Funds Forum (2023)

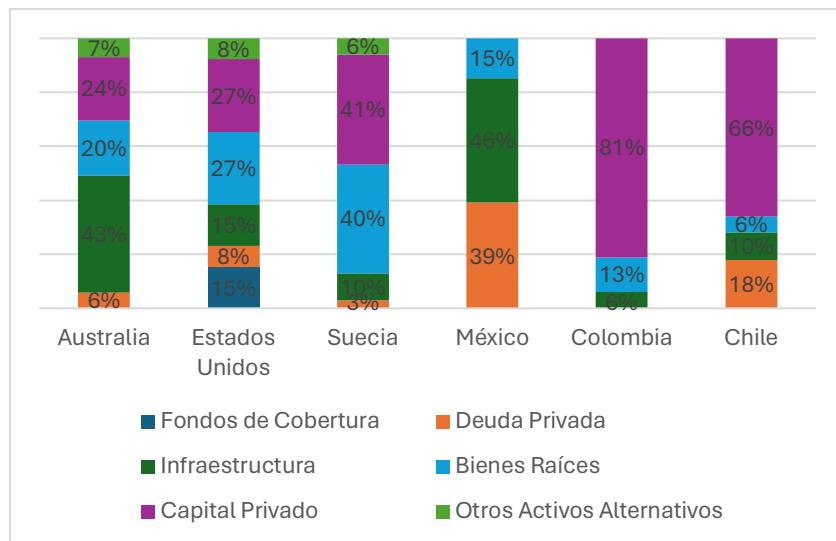
#### 4.2 Los fondos de pensión asignan una cantidad importante de recursos a los fondos alternativos

### Comparación Internacional Inversión total en alternativos por parte de los Fondos de Pensiones<sup>2</sup>



Fuentes: Datos extraídos de las Páginas Web de los Fondos de pensiones. Datos de Estados Unidos extraídos del Reporte elaborado por Fidelity Investments

### Comparación Internacional por Tipo de Activo Alternativo<sup>3</sup>



Fuentes: Datos extraídos de las Páginas Web de los Fondos de pensiones. Datos de Estados Unidos extraídos del Reporte elaborado por Fidelity Investments

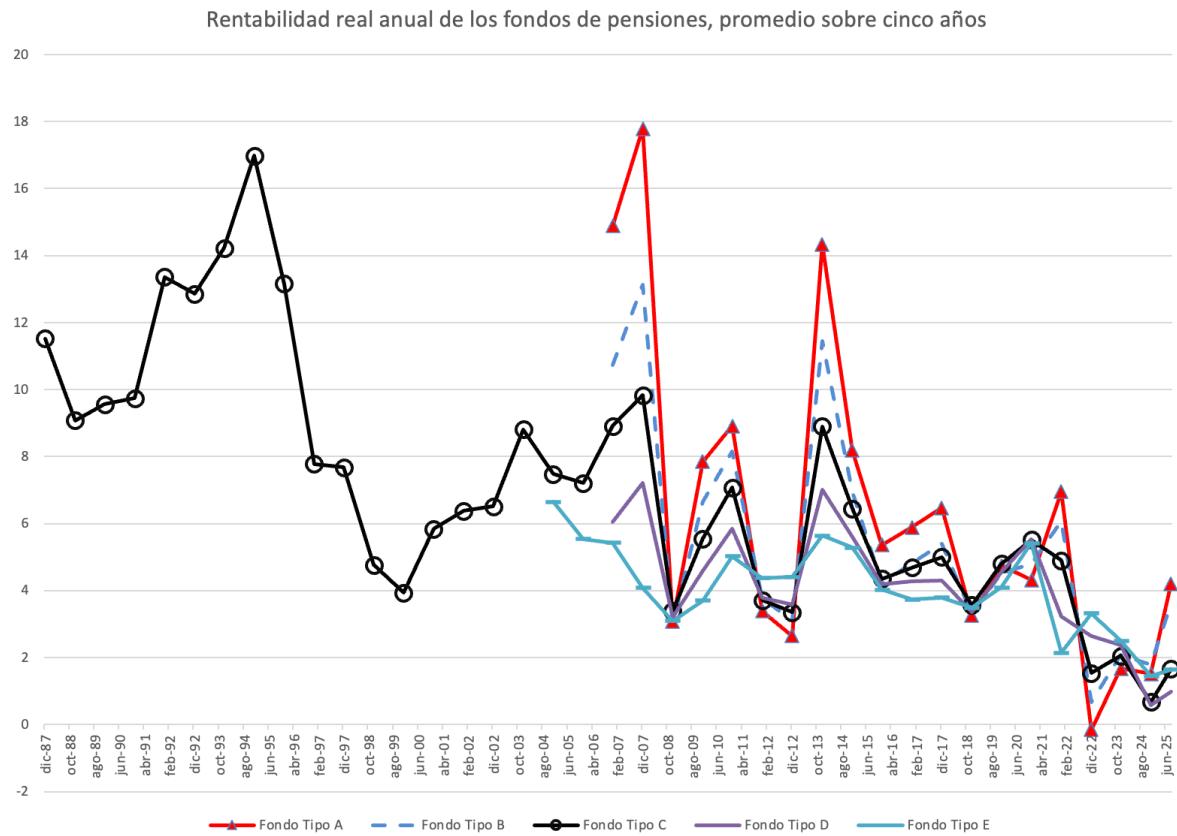
## 5 Hecho estilizado 2: La caída en la rentabilidad de los fondos de pensiones en Chile

El siguiente gráfico muestra la evolución de la rentabilidad real anual de los fondos de pensiones desde 1985 hasta nuestros días promediando por quinquenio móvil. Dos aspectos temporales importantes de resaltar son que la inversión en el extranjero se hizo más masiva después de la crisis asiática en 1998. Antes de eso, las inversiones eran nacionales. Lo segundo es que multifondos comienza a operar en 2002.

Se puede apreciar que no obstante la importante variabilidad de esta rentabilidad, hay una preocupante tendencia decreciente en esta variable.

<sup>2</sup> Los porcentajes corresponden al año 2024, salvo en el caso de Australia y Estados Unidos, que corresponden a 2025 y 2023, respectivamente.

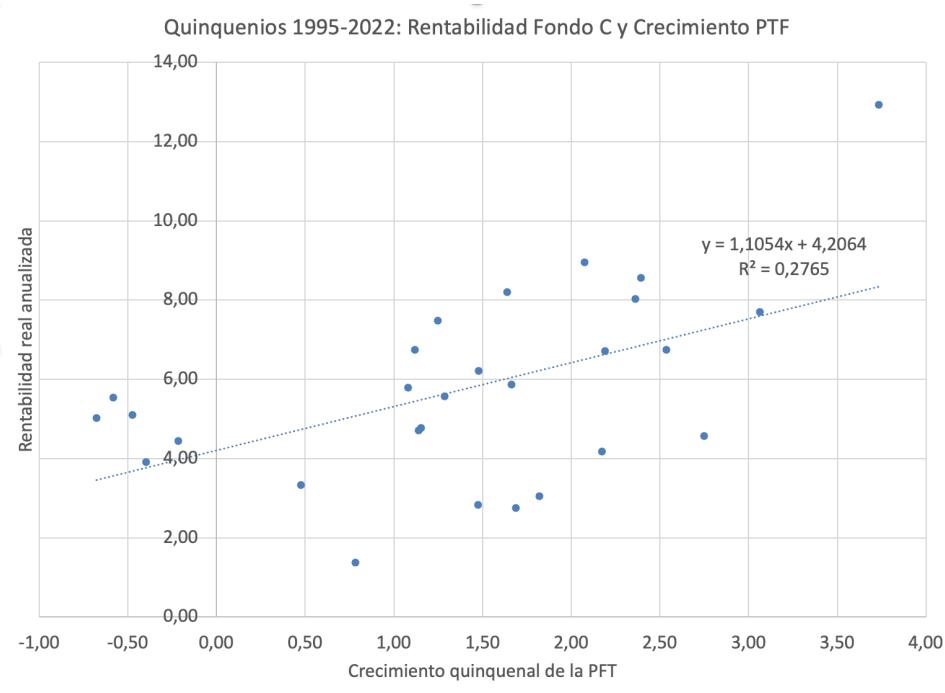
<sup>3</sup> IDEM



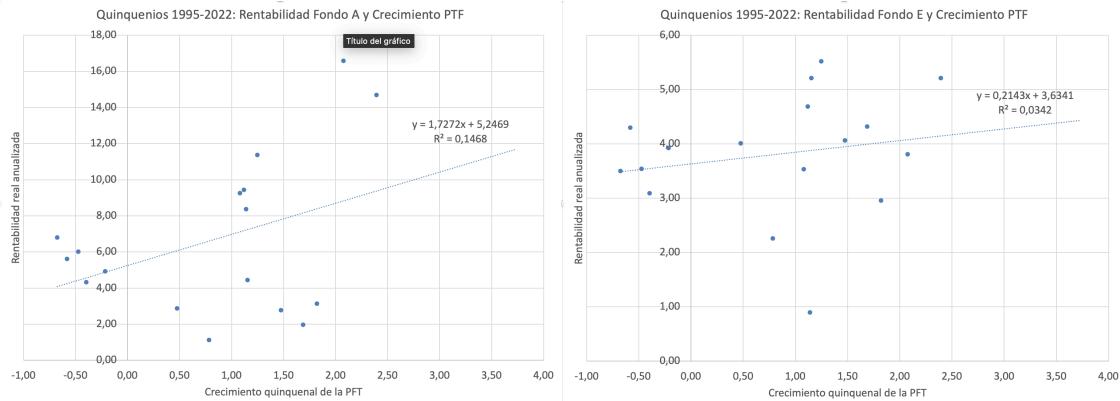
## 5.1 Razones tras la decreciente rentabilidad de los fondos de pensiones

Podemos postular cinco razones que ayudan a explicar de dónde proviene esta caída.

Primero, la caída en la productividad en Chile y por lo tanto en el crecimiento potencial. Esto afecta negativamente la productividad del capital y eso se refleja en la rentabilidad disponible para los inversionistas. El siguiente gráfico muestra que la correlación entre crecimiento quinquenal de la PTF y de la rentabilidad del fondo C es positiva y es estadísticamente significativa.



El mismo ejercicio se puede hacer con los otros fondos. Aquí reproducimos los cálculos para los fondos A y E.



No obstante que estas son solo correlaciones, desde un punto de vista teórico la causalidad es clara: el retorno al capital depende de productividad. De esta manera, podemos decir que es la PTF que afecta la rentabilidad de todos los fondos de pensiones. El efecto es más fuerte para los fondos más riesgosos.

Segundo, la caída secular de las tasas de interés a nivel global desde los años 2000 redujo el rendimiento de los portafolios de renta fija, un componente importante en los fondos más conservadores (Banco Mundial, 2020)

Tercero, Raddatz y Schmukler (2011, *Journal of Development Economics*) muestran que la integración financiera de los mercados emergentes redujo las primas de riesgo, disminuyendo las oportunidades de retornos extraordinarios que caracterizaron la fase inicial del sistema. Esto afectó en especial a Chile que muy rápidamente se benefició de muy bajas primas de riesgo país.

Cuarto, la maduración del sistema desde la gestión de apenas US\$ 3.000 millones en 1982 a más de US\$ 220.000 millones en 2025. Este crecimiento limita las oportunidades de inversión local y obliga a diversificar en el exterior, lo que a menudo significa rendimientos más cercanos a los promedios globales y menores a los obtenidos en la fase inicial de acumulación.

Quinto, los retiros de fondos previsionales entre 2020 y 2022. Según un informe del Banco Central de Chile (2021), estos retiros forzaron liquidaciones masivas de activos, presionaron los precios de los bonos locales al alza y redujeron la rentabilidad de los portafolios. El efecto sobre el mercado de capitales chileno ha sido duradero, reduciendo la profundidad financiera y afectando negativamente el retorno esperado de las inversiones.

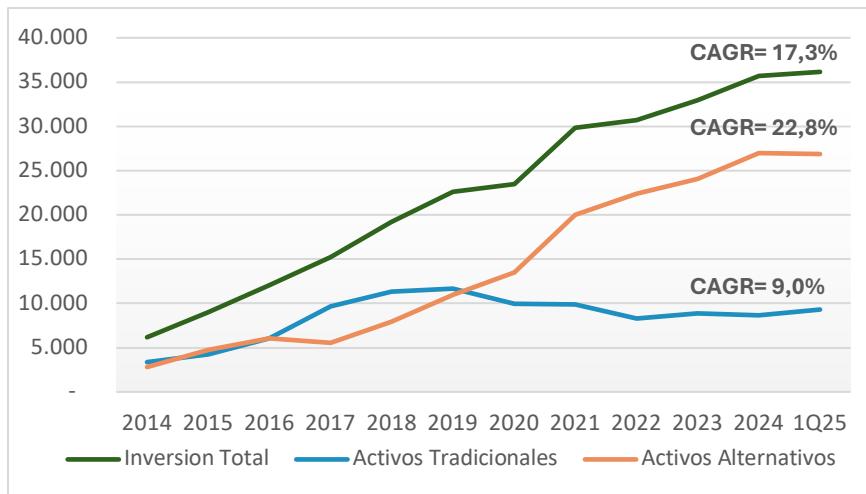
## 6 Hecho estilizado 3: la industria de fondos de inversión ha crecido en Chile

En 2024, el 76% de los activos bajo gestión se concentró en activos alternativos, confirmando una transformación estructural en la industria de fondos de inversión públicos chilena, que pasó de una base principalmente tradicional, con un 55% en 2014, a una mayor asignación a alternativos en la actualidad.

Entre 2014 y el primer trimestre de 2025, los activos bajo gestión de los fondos de inversión públicos chilenos crecieron a una tasa anual compuesta (CAGR) de 17,3%, pasando de USD 6.171 millones a más de USD 36.152 millones, lo que refleja una expansión sostenida y la consolidación de esta industria.

Mientras en 2014 los activos tradicionales representaban el 55% del total, hacia 2024 los activos alternativos –en especial inmobiliario, capital privado y deuda privada– pasaron a explicar el 76% del portafolio, evidenciando un cambio estructural en la composición de la industria.

### Industria de Fondos de Inversión, en Millones de USD



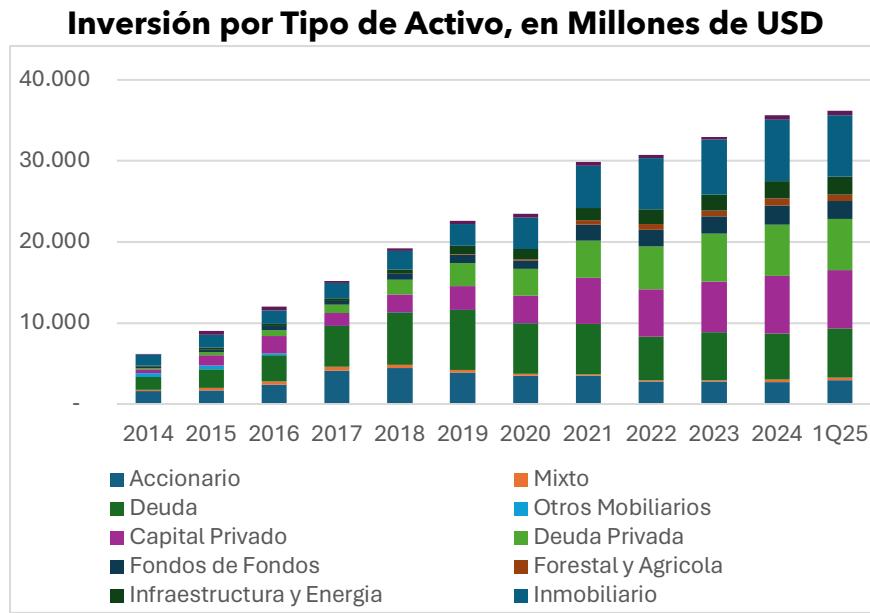
Fuente: ACAFI, en base a datos CMF

En el 2024 los activos alternativos Inmobiliario (21%), capital privado (20%) y deuda privada (18%) representaron el 59% del total, lo que evidencia una preferencia marcada por estos vehículos como pilares de la industria.

El segmento accionario, que en 2017 había alcanzado el 27% del total, cayó a un 8% en 2024; en tanto, la deuda tradicional, pese a su crecimiento en volumen, redujo su peso relativo a un 16% comparado con un 27% en 2014. Esto refleja un deslizamiento de los fondos de inversión públicos hacia estrategias menos correlacionadas con los mercados tradicionales.

Si bien en 2024 su peso relativo fue menor, alternativos como fondos de fondos (7%), infraestructura y energía (6%), y forestal y agrícola (2%), en el período 2014-2024 muestran CAGR de 28%, 24% y 48%, respectivamente; lo que se puede interpretar como una inclinación creciente por parte de la industria a la diversificación.

La presencia simultánea de activos de renta fija, renta variable, inmobiliarios, infraestructura y naturales, combinados con capital y deuda privada, configura una industria más diversificada, resiliente y menos dependiente de un solo segmento de inversión.



Fuente: ACAFI, en base a datos CMF

## 6.1 Aportantes han cambiado, las AFP se han diluido

En 2024, las corredoras de bolsa (41%), las compañías de seguros (19%) y las AFPs (17%) concentraron el 77% del total de aportes a los fondos de inversión públicos, confirmando que esta industria depende principalmente de inversionistas institucionales de gran escala.

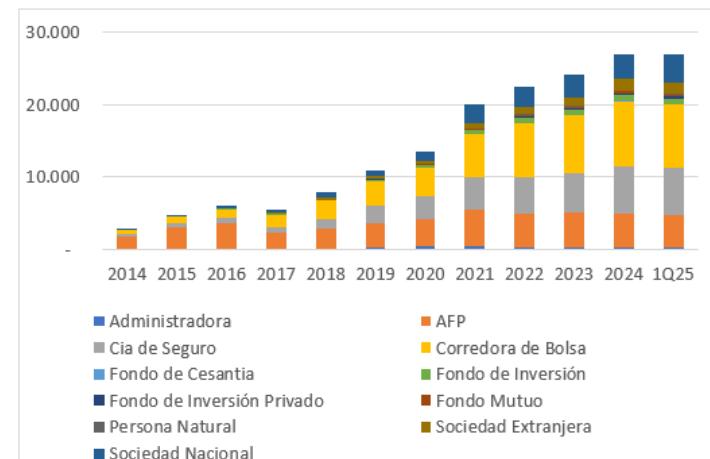
En el mercado de activos tradicionales, las corredoras de bolsa representaron el 65% de estas inversiones, consolidándose como el principal vehículo de acceso al segmento. Por su parte, las AFPs y sociedades extranjeras le siguen en importancia con pesos relativos del 17% y 5%, respectivamente.

En la última década, la inversión en activos alternativos creció con un CAGR de 22,8%. Las compañías de seguros (29%), corredoras de bolsa (27%) y AFPs (10%) fueron los principales determinantes de este crecimiento, lo que revela la demanda por diversificación estructural del portafolio de la industria.

Aun con pesos relativos bajos en 2024, vehículos como fondos de inversión y sociedades extranjeras, con 3% y 6% del total de alternativos respectivamente, muestran CARG significativos de 81% y 58% entre 2014-2024, lo que indica una ampliación progresiva de la base de aportantes.

Aunque los inversionistas institucionales dominan, la presencia de sociedades nacionales (13% de los alternativos), extranjeras (6%) y fondos mutuos (1%) en 2024, contribuye a diversificar el origen del financiamiento, aportando a la resiliencia y profundidad de este mercado.

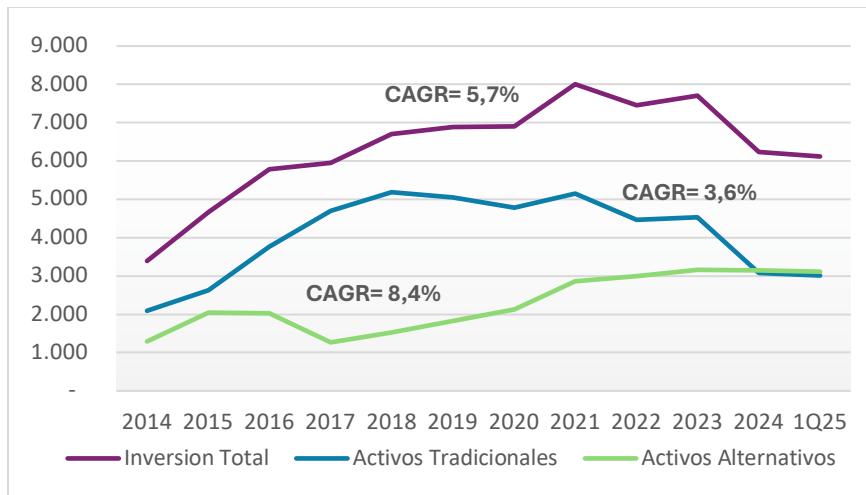
### Inversiones en Alternativos, en Millones de USD



Fuente: ACAFI, en base a datos CMF

## 6.2 Zoom sobre las inversiones de las AFP

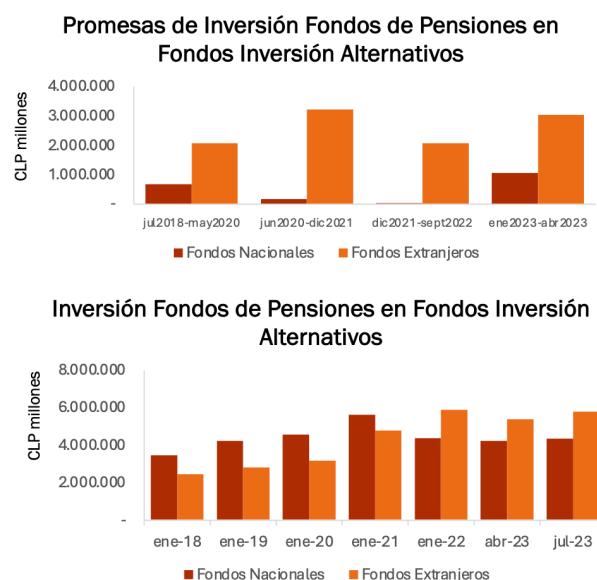
### Evolución de las AFP en la Industria de Fondos de Inversión Públicos, en Millones de USD



Fuente: ACAFI, en base a datos CMF

## 7 Hecho estilizado 4: Las AFP han dejado de invertir en alternativos nacionales

Desde 2020, como vimos anteriormente, las AFP han restado impulso a sus inversiones en fondos de inversión nacionales, tanto en activos tradicionales como alternativos. Por el contrario, han incrementado su exposición a fondos extranjeros, y las promesas de aporte muestran un deseo de exposición a fondos extranjeros aún mayor.



Hay tres razones que se pueden elaborar para explicar esta tendencia:

- Relacionado parcialmente con las explicaciones iniciales de esta sección, se refiere a la madurez del sistema y la dificultad de encontrar en Chile activos atractivos para los fondos de pensiones. Desde este punto de vista el problema es de falta de oportunidades de inversión en Chile.
- La regulación ha ido requiriendo a las AFP imponer a los gestores de activos alternativos exigencias crecientes en términos de conocimiento práctico del gestor de fondos. En los hechos esto ha dificultado que los gestores chilenos cumplan los requisitos de experiencia que necesitan las AFP, por lo que muchas AGF de menor tamaño no pueden participar de este negocio. No se trata de hacer política industrial con las AGF, pero sí de reconocer que si no se hace algo específico respecto de ellas, para que

haya más oferta de gestión de fondos, difícilmente podrán los fondos de pensión irrigar actividades económicas no tradicionales.

- iii. Las AFP tienen una sensibilidad particular al riesgo reputacional que las pueda involucrar. En particular, están preocupadas por los efectos de eventuales escándalos asociados a sus inversiones y por lo tanto rehuyen de la toma de riesgo. Los gestores extranjeros no sólo ofrecen una gama amplia de inversiones alternativas en todos los países imaginables sino que además reducen fuertemente la exposición de la a AFP a los riesgos de este tipo.

La conclusión de esta sección es que salvo que se tomen medidas específicas, es difícil que las AFP adopten una estrategia de mayor exposición a activos alternativos locales.

#### Comparación Internacional

Tipo de Alternativo	Australia		Suecia		México		Chile	
	Nacional	Internacional	Nacional	Internacional	Nacional	Internacional	Nacional	Internacional
Bienes Raíces	80%	20%	84%	16%	-	-	-	-
Infraestructura	53%	47%	-	-	-	-	-	-
Otros Alternativos	35%	65%	-	-	-	-	-	-
Total Alternativos	-	-	-	-	60%	38%	9%	91%

## 8 Propuestas

Las propuestas que siguen tienen como restricción activa que sean implementables dentro del marco de la discusión sobre las reformas al régimen de inversión de las AFP. Hemos descartado (hasta donde podemos apreciar) toda iniciativa que pudiera requerir nuevas reformas legales. En este escenario, las propuestas tienen dos orientaciones principales:

- Potenciar la capacidad de las AFP de participar en vehículos de inversión que aumenten su exposición a activos alternativos
- Igualar el terreno de juego entre la exposición a alternativos nacionales y extranjeros

La propuesta permite que los administradores puedan ir más dúctilmente haciendo evolucionar la exposición a este tipo de activo a medida que las generaciones envejecen.

Más aún, una aspiración del nuevo régimen debiera ser generar condiciones para que los administradores tengan en mente no solo la edad de jubilación a la hora de diseñar la estrategia de inversión sino todo el ciclo de vida de los afiliados. Esto se logra, en la propuesta actual, a través del Fondo de Inversión que ahora podrá estructurar la AFP por sí sola. Este fondo será público de manera que

- sus cuotas podrán ser transferidas a otra AFP cuando por alguna razón el cotizante migre a ella (licitación de cartera o propia decisión) o
- a una CSV en caso que la persona, al alcanzar la edad de jubilación, opte por una renta vitalicia.

## 8.1 Aumento del límite global de exposición a activos alternativos

Como hemos mostrado en las secciones precedentes, la evidencia internacional relevante sugiere que la exposición global de los fondos de pensiones a activos alternativos debiera subir. La propuesta tiene dos componentes: incremento de límite máximo y aplanamiento de la pendiente a lo largo del ciclo de vida.

### 8.1.1 Incremento en el límite global a alternativos

En todos los casos el límite máximo que considera hoy la ley es 20%. La opción que se postula es subir todos los límites de manera pareja, por ejemplo, en 500 puntos base. Así, el máximo quedaría para todos los fondos en 25% correspondiendo al CTI fijar un límite máximo regulatorio

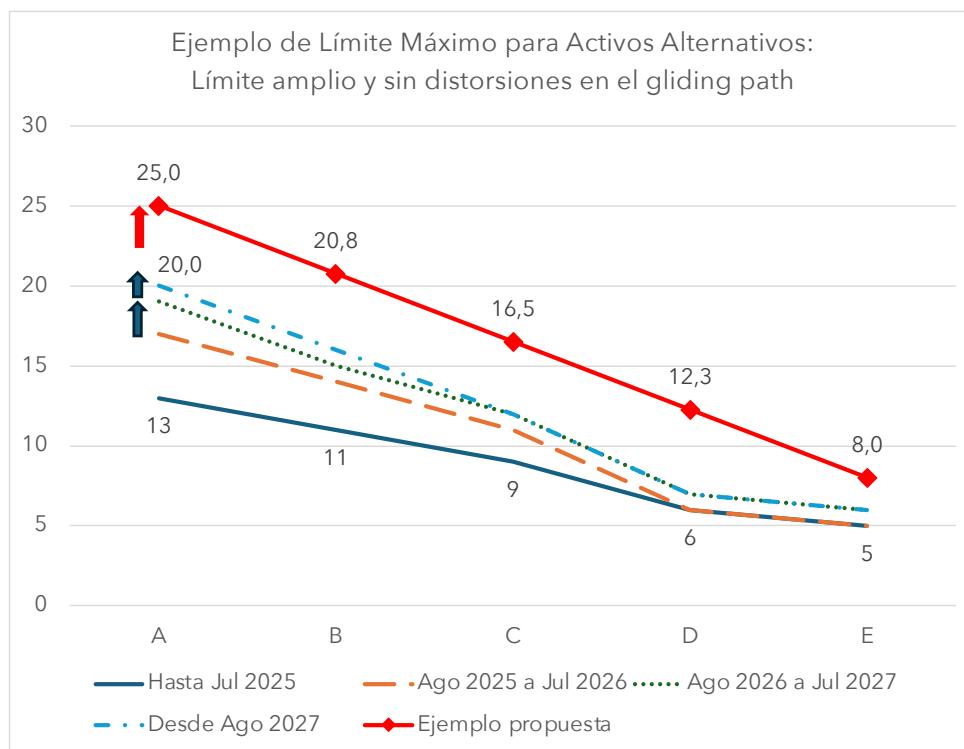
Hasta hace un mes, el régimen de inversión disponía que el fondo A tuviera un límite máximo para activos alternativos de 13%. El Banco Central autorizó un incremento del límite al 17% por un año hasta julio de 2026, para luego subir a 19% por otro año más y llegar al máximo legal de 20% en agosto de 2027. De la misma manera, el Banco Central anunció un incremento gradual de los límites para todos los tipos de fondo pero a un ritmo arbitrario. El Fondo B que tenía 11%, subió a 14% y llegará en 2027 a 16%. El C pasó de 9%, a 11% y 12%, mientras que el D se mantuvo en 6 por un año para llegar a 7 en 2027. El Fondo E, desde 5% sube solo a 6% en un año.

El incremento en el límite máximo a 25%, por ejemplo, sería entonces la continuación lógica de los incrementos recientes en los límites que ha permitido el Banco Central.

### 8.1.2 Emparejar el gliding path de activos alternativos

Si bien los incrementos producidos por el Banco Central son valiosos y van en la dirección de lo postulado en este informe, en el siguiente gráfico se puede apreciar que el Banco no corrigió una distorsión que no debiera existir en la regulación chilena. En efecto, si bien el límite máximo que pueden invertir los fondos de pensiones en activos alternativos es decreciente para tipos de fondo más conservadores, sin mediar justificación alguna, esa reducción de exposición no es homogénea.

El gráfico siguiente muestra la evolución de estos límites anunciados.



En efecto, las curvas punteadas reflejan los cambios anunciados por el Banco Central. Se puede ver que cada conjunto de límites tiene un quiebre para los fondos D y E. Dicho quiebre no tiene justificación alguna y desde la perspectiva

de los Fondos Generacionales, no tiene sentido que la regulación imponga ex ante una cadencia de reducción de exposición a activos alternativos.

Así, una segunda propuesta es eliminar esa asimetría produciendo un gliding path parejo, como la curva roja con marcador, que evite que la regulación induzca decisiones de portafolio que debieran ser tomadas por el administrador pensando en el mejor interés de sus afiliados de la generación correspondiente.

## 8.2 Aumento del límite del 49% al 99% de las cuotas de un fondo de inversión que puede tener una AFP

La nueva regulación de inversiones que contempla la reforma previsional de 2025 pretende, entre otras cosas, promover una mejor asignación del ahorro previsional producto de las nuevas cotizaciones y mejorar las condiciones de competencia entre AFPs para elevar la rentabilidad corregida por riesgo de todo el ahorro previsional. Esto implica diversificar las estrategias de financiamiento de las AFP dentro de un marco de premios y castigos que todavía está en fase de diseño.

En un esquema en el cual las AFP tendrán incentivos a diferenciarse, el límite definido en el título III.3 literal c.15 según el cual

*"la suma de las inversiones de los fondos de pensiones de una misma administradora en cuotas de un fondo de inversión (...) no podrá exceder el 49% de la suma de las cuotas suscritas y las cuotas que se han prometido suscribir y pagar del respectivo fondo de inversión"*

será crecientemente una barrera artificial e ineficiente para que los fondos de pensión se expongan a activos alternativos nacionales.

Considerando la lógica del diseño de este límite, **la propuesta consiste en**

- **incrementar el límite máximo que pueden tener las AFP al 99% de las cuotas del fondo respectivo.**
- **El 1% restante es coinversión de la AGF de manera de alinear incentivos.**

El incremento del límite al 99% **facilita la constitución de fondos de inversión que tengan activos alternativos nacionales como subyacente**. Podemos citar dos razones:

- (i) Gracias a este incremento de límite, una AFP podrá por voluntad propia tomar la iniciativa de constituir un fondo para llegar a activos que por si misma no puede. Hoy, para acceder a ese activo, una AFP no puede tomar la iniciativa de concordar una inversión conjunta con otra AFP pues con ella compite. Si lo hiciera, la AFP de origen estaría divulgando una estrategia a la otra AFP y por lo tanto reduciendo su ventaja competitiva de haber desarrollado una idea que debe compartir. El resultado es que una AFP difícilmente tomará la iniciativa de constituir un fondo de inversión adecuado a sus necesidades. De hecho, no lo hacen.
- (ii) una AGF podrá acordar con solo una AFP los términos para la constitución de un fondo de inversión. Los costos de transacción asociados a la creación de fondos se reducen significativamente. Esto debiera significar que más AGFs piensen en constituir fondos diseñados para necesidades específicas de una AFP. Esto evita tener que buscar una segunda AFP con quien la AGF habría debido negociar los términos de constitución del fondo que pudo haber alcanzado con la primera.

Un fondo de inversión generado de esta forma lo denominamos un **Fondo de Inversión Generacional, FIG**. En la sección 8.3 discutimos otras características de este tipo de fondos.

Antes de discutir esa propuesta, en la siguiente sección mostramos los elementos clave de cómo en general se gestionan los fondos de inversión según la Ley 20.712, la NCG 507 y la evidencia que se logra recopilar de reglamentos usando inteligencia artificial.

#### 8.2.1 Beneficios esperados de esta reforma

Desde la perspectiva de los objetivos de aumentar la rentabilidad de los fondos de pensiones esta reforma es atractiva por varias razones:

- (a) Permite una mayor fluidez en la exposición de los fondos de pensiones a activos alternativos;
- (b) Refuerza el carácter fiduciario de la AFP de cara a los afiliados;

- (c) Frente a la movilidad de los afiliados (hacia otra AFP o hacia la fase de desacumulación), permite dar un tratamiento menos traumático a los fondos de inversión en activos alternativos comparado con la liquidación de los activos subyacentes;
- (d) Genera un canal nuevo mediante el cual el ahorro previsional puede irrigar la economía nacional.

La propuesta tiene tres familias de beneficios esperados.

1. Por un lado y de manera principal, mayor rentabilidad para el ahorro previsional que benefician directamente a los afiliados:
  - a. acceso a primas de iliquidez y diversificación de carteras, en un contexto de bajos retornos de los activos tradicionales
  - b. extensión potencial al máximo de los horizontes de inversión de los fondos
  - c. mayor especialización de la gestión de fondos dedicados. Esto acarrea más aprendizaje, acumulación de conocimientos y por lo tanto profundización de economías de ámbito.
2. Contribución al crecimiento económico por la vía de la mayor productividad: irrigación de capital hacia sectores de innovación, infraestructura y empresas emergentes en Chile. Esto debiera producir ganancias en empleo, formalidad y salarios que retroalimentan a su vez al sistema previsional.
3. Finalmente, profundización del mercado financiero: fortalecimiento de gestores locales y creación de un ecosistema de inversión más sofisticado y completo.

Como toda reforma, hay ciertos riesgos que se pueden identificar. Entre ellos destacan la posibilidad de selección adversa de proyectos, el riesgo reputacional si algunas inversiones fracasan y la necesidad de fortalecer las capacidades técnicas de las AFP y AGF. Estos riesgos pueden mitigarse mediante gobernanza robusta, transparencia en la información y gradualidad en la implementación de las reformas.

## 8.3 Un nuevo vehículo de inversión que facilite la inversión en activos alternativos: Fondo de Inversión Generacional (FIG)

### 8.3.1 Gobernanza actual de la inversión en alternativos nacionales

#### 8.3.1.1 Directorio

La forma cómo se gobiernan las inversiones en una AGF está anclada a la *política de inversión* de un determinado fondo. Este es el elemento central del reglamento interno del fondo, documento que debe ser depositado y aprobado por la CMF antes del inicio de operaciones. En dicho reglamento se definen con precisión el objeto del fondo, los instrumentos y activos elegibles, los límites de diversificación, los niveles de endeudamiento, la liquidez esperada, el horizonte de inversión y los mecanismos de valorización.

El directorio tiene la responsabilidad final de aprobar la política de inversión del fondo, asegurando que se ajuste a la Ley N.º 20.712 y a las instrucciones de la CMF. Adicionalmente, el directorio debe velar por que la administradora disponga de sistemas de control interno, gestión de riesgos y recursos humanos y tecnológicos adecuados para implementar la política. El marco normativo es la NCG 507 sobre gobierno corporativo y gestión integral de riesgos.

**La AGF lleva la política de inversión a la práctica ejecutando las decisiones de compra y venta de activos, de acuerdo con los lineamientos del reglamento interno y las directrices del directorio y/o comité de inversiones.**

#### 8.3.1.2 Comité de vigilancia

El Comité de Vigilancia es un órgano de representación de los aportantes regulados por la Ley N.º 20.712 (Ley Única de Fondos). La norma establece expresamente que los fondos no rescatables deben contar con un Comité de Vigilancia y regula su composición, duración del mandato y atribuciones básicas. El objetivo de dotar a los aportantes de un mecanismo de control y fiscalización sobre la gestión de la AGF.

El Comité lo integra un número impar de representantes de los aportantes, elegidos en asamblea ordinaria, con mandatos que usualmente duran un año y con posibilidad de reelección. La ley exige que estos representantes no estén relacionadas con la AGF.

La Ley y la práctica regulatoria asignan al Comité de Vigilancia funciones claras de fiscalización y defensa de los aportantes, entre las que acostumbran a incluirse:

- i. comprobar que la administradora cumpla el reglamento interno y la normativa aplicable,
- ii. verificar la veracidad, suficiencia y oportunidad de la información entregada a los aportantes,
- iii. supervisar la correcta aplicación de la política de inversión y la ejecución de operaciones relacionadas o con partes vinculadas, y
- iv. solicitar y recibir de la administradora y del auditor la información necesaria para cumplir sus funciones

El Comité de Vigilancia tiene un carácter fiscalizador y representativo, no ejecutivo. Sus resoluciones y recomendaciones vinculan a la AGF en la medida en que el reglamento interno lo establezca, y sirven como fundamento para asambleas de aportantes o para activar medidas de control (por ejemplo, llamadas a rendición de cuentas, requerimientos de información o, en casos extremos, solicitudes de remoción).

**Un aspecto que es importante se refiere a la remoción de la AGF que administra el fondo.** Al respecto, la ley contempla que la Asamblea de Aportantes puede acordar la remoción o reemplazo de la AGF administradora del fondo. El Comité de Vigilancia no decide directamente este cambio, pero sí puede proponerlo o recomendarlo a los aportantes, ya sea convocando a una asamblea o incluyendo la materia en el orden del día.

La norma legal contempla que la asamblea de aportantes puede acordar la remoción o reemplazo de la administradora del fondo. El Comité de Vigilancia no decide directamente este cambio, pero sí puede proponerlo o recomendarlo a los aportantes, ya sea convocando a una asamblea o incluyendo la materia en el orden del día.

Las causales que puede invocar el Comité de Vigilancia para proponer la remoción de la administradora son las siguientes:

- a) Incumplimiento del reglamento interno (por ejemplo, desvíos en política de inversión, violación de límites de diversificación, operaciones indebidas).

- b) Falta de información o información falsa o incompleta a los aportantes.
- c) Conflictos de interés o manejo indebido de operaciones con partes relacionadas.
- d) Pérdida de confianza en la capacidad de gestión de la administradora (p. ej., deterioro reiterado del desempeño en relación con la política declarada).
- e) Incumplimiento de normas de la CMF o sanciones aplicadas por el regulador.

#### *8.3.1.3 Comité de inversiones*

La Ley N.º 20.712 no impone de manera textual y general la obligación de constituir un 'Comité de Inversiones' para todos los fondos de inversión. Por el contrario, lo que sí exige es:

- (i) la existencia de un Comité de Vigilancia para fondos no rescatables y
- (ii) que los reglamentos internos y la gestión de los fondos cumplan con las normas de gobierno, políticas de inversión y procedimientos que la CMF exige.

En la práctica, es común que los reglamentos internos depositados ante la CMF incorporen un Comité de Inversiones (con regulación sobre composición, atribuciones y funcionamiento) y la NCG 507 obliga a las administradoras a contar con políticas y procedimientos relativos a la toma de decisiones de inversión, lo que respalda esta práctica.

Por ejemplo, en reglamentos internos de algunas AGF (como Sura o Security) su rol fundamental es de asesoría y de supervisión, sin sustituir la responsabilidad ejecutiva que recae en la AGF. Entre sus funciones principales se encuentran:

- i. revisar que las inversiones y desinversiones se ajusten a la política y límites establecidos en el reglamento interno y la normativa vigente,
- ii. analizar la exposición a riesgos de mercado, crédito y liquidez,
- iii. pronunciarse sobre operaciones con partes relacionadas u operaciones que, por su monto o naturaleza, requieren un control especial, y

- iv. recomendar ajustes de estrategia de inversión cuando las condiciones de mercado lo ameriten.

Entonces, el foco del Comité de Inversiones, cuando existe, es analizar y recomendar decisiones de inversión y supervisar riesgos. Normalmente no tiene competencia formal para proponer cambios de administradora, salvo que el reglamento interno del fondo lo faculte expresamente. En la práctica, si un Comité de Inversiones detecta incumplimientos graves o conflictos de interés, puede recomendar al Comité de Vigilancia o directamente a la asamblea de aportantes la consideración de un cambio de administradora.

### 8.3.2 Propuesta: El FIG debe tener una gobernanza adecuada a los riesgos que tiene para así facilitar la exposición a activos alternativos nacionales

Dadas las propuestas de

- incrementar el límite global a activos alternativos
- aumentar a 99% de las cuotas de un fondo en poder de una sola AFP
- y el contexto de los actuales requisitos de gobernanza de los fondos de inversión,

se proponen las siguientes mejoras de gobernanza para los FIG administrados por AGFs.

#### 8.3.2.1 El FIG es un fondo público con cuotas transables

El literal c.23 del Capítulo III.3 de límites por emisor del Régimen de Inversión de las AFP permite que estas inviertan en fondos privados hasta un 49%.

Lo primero es que para que una AFP pueda ser eventualmente un aportante único de un fondo de inversión, no puede ser a través de un fondo privado. Es decir, **proponemos que el incremento en el límite por emisor al 99% solo se aplique para fondos públicos cuyas** cuotas puedan ser transadas en mercados organizados.

Esto permite tres mejoras:

- Primero, permite que sobre el vehículo de inversión recaiga la **regulación de la CMF**.

- Segundo, siendo potencialmente un aportante único, la AFP estará en una posición adecuada para **negociar los aspectos más críticos de funcionamiento del fondo de inversión**. Por ejemplo, podrá influenciar decisivamente el funcionamiento de los comités de inversión y de vigilancia. Esto implica que aumente significativamente la responsabilidad de la AFP en el diseño que tome el vehículo de inversión, pero al mismo tiempo, delega la gestión de los activos subyacentes en terceros especializados.
- Tercero, la **transabilidad de las cuotas es importante** por dos razones. Uno, como una forma de hacer menos traumática la eventual emigración de afiliados a otra AFP en caso de que haya flujos normales de cambio de administradora, así como producto de las licitaciones de cartera. Dos, porque en algunos casos la liquidez de las cuotas podría resultar en una exención del impuesto de ganancias de capital a aportantes específicos.

#### *8.3.2.2 Skin in the game y la participación de otros aportantes*

Como las AFP son administradores de un pool de ahorro de *contribución definida*, una crítica es que quizá la AFP podría tomar mucho riesgo. Consideramos dos formas alternativas y complementarias de enfrentar este problema.

##### *Coinversión de la AGF*

Es usual requerir al gestor invertir recursos propios en el mismo paquete de activos que los propietarios del ahorro. Así, **en un FIG, su administrador debiera coinvertir con la AFP. El monto que usualmente se requiere para esto es que la coinversión alcance al 1% del tamaño del fondo.**

##### *Rol de aportantes con exposición patrimonial directa*

**Un inversionista institucional que tenga una exposición patrimonial directa** al resultado del fondo - como una compañía de seguros de vida de rentas vitalicias CSV-RV - puede servir constructivamente en un buen contrapeso en la toma de decisiones de inversión. Debe ser un institucional porque este está sujeto de supervisión y por lo tanto nos asegura que su proceso de inversión sigue pasos racionales de decisión. Su exposición directa implica que, de materializarse, la toma de riesgo impacta directamente la situación de solvencia de la compañía.

Como la CSV-RV ofrece un producto de "beneficio definido", pone su capital en riesgo en sus inversiones si es que no son suficientes para financiar sus compromisos de renta vitalicia. Esto es un buen contrapeso regulatorio para el temor que pudieran expresar los reguladores respecto del riesgo que pudiera tomar la AFP que ofrece productos de "contribución definida". Esto implica que posiblemente a la CSV-RV le interese participar en el fondo de inversión desde el inicio para influir en la política de inversiones.

#### *8.3.2.3 FIG y el puente entre etapa de acumulación y desacumulación*

Al pasar de la etapa de acumulación a la de desacumulación, es necesario que la AFP venda activos cuando la persona opta por una renta vitalicia. Por el lado de la CSV-RV, esta deberá comprar una cartera que no será idéntica a la que tenía el pensionado cuando estaba en la AFP. En los activos más líquidos, ello no representa un gran problema en la medida que haya una buena formación de precios. El problema mayor se presenta en los activos alternativos cuya formación de precios es de menor calidad.

Cuando una generación pasa de la etapa activa a la pasiva, la expectativa de vida es lo suficientemente larga para aceptar todavía inversiones en activos alternativos como parte del portafolio. En el caso de las mujeres que se retiran a los 60 años, su expectativa de vida a esa edad es de 32 años. En el caso de los hombres, que se retiran a los 65 años, su expectativa de vida es 21 años. En promedio, la expectativa de vida al momento del retiro legal supera los 25 años.

Dado ese horizonte, los activos alternativos debieran ser elegibles para invertir antes y después del retiro. **El desafío que planteamos es no desmantelar el vehículo que trae los activos alternativos de una generación dada cuando esta gradualmente pasa desde la etapa activa a retiro.**

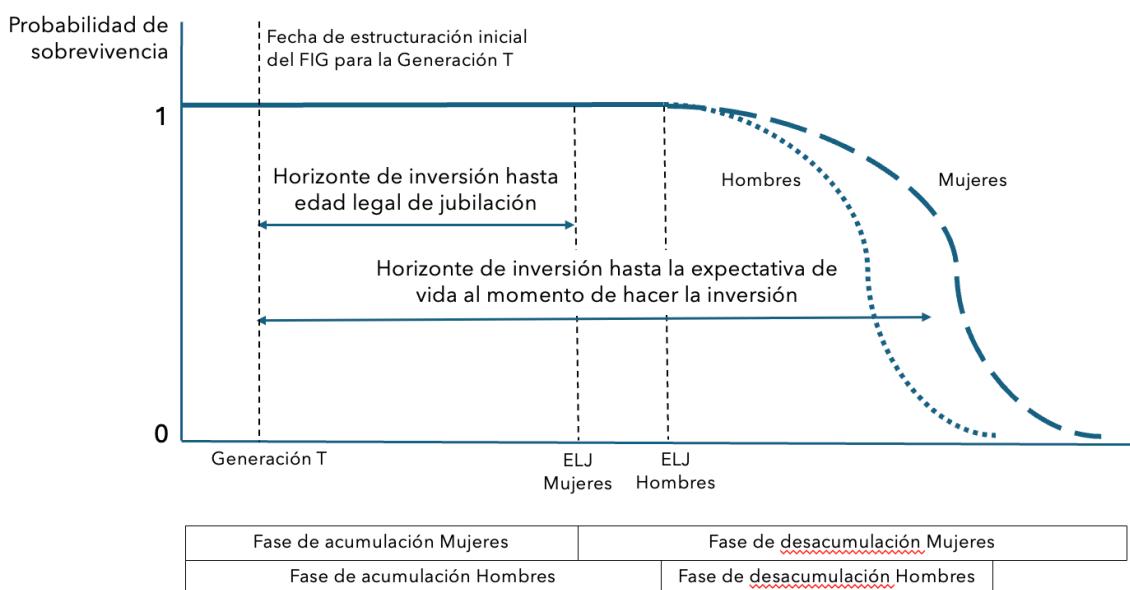
Un objetivo de diseño del FIG es permitir que ello ocurra de la manera más eficiente.

La potencialidad de que una AFP sea único aportante en la estructuración inicial de un fondo de inversión no implica que en los hechos lo sea desde el inicio o que, habiéndolo sido, continúe siéndolo después. El requisito de **transabilidad de las cuotas del FIG está pensada para permitir que nuevos aportantes entren y salgan** durante el ciclo de vida de la generación para la cual el fondo se haya estructurado.

El interés relativo de una AFP y de una CSV-RV irán cambiando a través del tiempo. Si inicialmente la AFP será naturalmente aportante principal de un FIG, ello irá evolucionando a través del tiempo. Una CSV-RV podría tener interés en subir su participación en el fondo de inversión a través del tiempo, e incluso llegar a controlarlo. En la medida que sea así, **se tiende un puente entre la fase de acumulación y de desacumulación del sistema de pensiones, alargando eventualmente el horizonte de inversión de los fondos de inversión.**

El siguiente gráfico muestra para cada género la curva de sobrevivencia de una generación particular, la Generación T. En algún momento, la AFP o la AGF deciden estructurar un fondo de inversión para esa generación. Cuando la AFP es la única aportante, su horizonte de inversión naturalmente llega hasta la edad legal de jubilación. Sin embargo, cuando hay una CSV-RV como aportante, su compromiso con la generación T comienza cuando termina el compromiso de la AFP. El vehículo de inversión, el FIG, podrá alargar su horizonte de inversión en la medida que haya un actor interesado en ello, en este caso la CSV. La extensión del horizonte de inversión permite dos cosas:

- Invertir en proyectos de muy larga duración
- Hacer una mayor rotación de proyectos de duración más corta



#### *8.3.2.4 Política de inversión para el fondo*

**Una AFP como única aportante potencial puede negociar mejor los términos de un fondo de inversión definiendo una política de inversiones** que le sirva uno o más fondos generacionales en función de los activos subyacentes. Cuando se requieren dos AFP para establecer un fondo, cada AFP tiene menos capacidad de influencia en la política de inversiones.

Adicionalmente, el paso desde la fase de acumulación a la fase de desacumulación del sistema de pensiones es artificial pues lo define la edad legal de jubilación. Con Fondos Generacionales sería absurdo que ese límite artificial determine el horizonte de inversión de generaciones cuyo ciclo de vida tiene un plazo mucho mayor. La participación de la CSV-RV en el fondo desde el inicio permitiría naturalmente extender el horizonte de inversión de los fondos generacionales más allá del límite administrativo de la fase de acumulación.

#### *8.3.2.5 Plazos fijos de gestión y condiciones para el reemplazo del gestor*

Hoy es posible que una AFP que invierte en un fondo estructurado por una AGF pueda terminar el contrato de administración con la AGF original para dárselo a una AGF reemplazante. Sin embargo, como la AFP hoy tiene como máximo un 49% de las cuotas de participación y el reemplazo de la AGF original usualmente requiere quorum más alto, en los hechos el reemplazo ha ocurrido contadas veces y mediando un escándalo.

Lo que se propone aquí es que el contrato de administración del fondo recaiga evidentemente en la AGF que estructura el fondo junto con la AFP (en un símil de un contrato de mandato de administración) pero **que ese contrato tenga una fecha de término preestablecido** que es distinta de la fecha de existencia del fondo. Por supuesto, el contrato se puede renovar regularmente si la AFP tiene una buena evaluación del actuar de la AGF, pero podría no así en cuyo caso y sin que medie una crisis reputacional, la AFP podría inducir un cambio de administración.

#### *8.3.2.6 Mejor gestión del problema de agencia*

Este esquema permite maximizar el impacto en retorno a los afiliados derivado de inversiones en activos alternativos nacionales. Esto se deriva de:

- Fondos regidos por una norma de carácter general conocida y supervisada de manera racional,
- Mayor capacidad de la AFP de negociar términos de estructuración del fondo que sean acordes con sus necesidades,
- Mayor capacidad de las cuotas de ser traspasadas a terceras partes sin necesidad de liquidar los activos subyacentes,
- Mayor horizonte y flexibilidad para gestionar activos alternativos nacionales. Esto permite optimizar el perfil riesgo y retorno para la generación permitiendo mejor rentabilidad
- Mejor integración de la fase de acumulación y desacumulación del sistema de pensiones

#### *8.3.2.7 Estimación de ganancias por este cambio*

Una forma de estimar el efecto de estructurar los fondos de inversión según Fondos FIG, es la siguiente:

- Patrimonio total de la cohorte: US\$ 22.000 millones
- Proporción de activos alternativos: 15%
- Descuento por liquidación: 10%. Este es un múltiplo razonable del que estiman Diaz y Hansen durante el tercer retiro en que el costo de liquidación de acciones en el tercer retiro en promedio fue 5,8%.
- Costo residual del traspaso en cuotas: 4%, lo que incluiría el traspaso de cuotas.
- Ventana de retiro: cinco retiros uniformes a lo largo del portafolio
- Rentabilidad real esperada: 10% anual para alternativos y 5% para activos líquidos
- Tasa de descuento real: 4%

Con estos supuestos, el resultado general es que con una diferencia de descuento de 6.0% (10% - 4%) entre la liquidación forzada y el traspaso de cuotas, se obtiene una eficiencia total teórica US\$ 198,000,000. La eficiencia promedio anualizada durante los cinco años de retiro es **cercana a 9 pb por año**.

La interpretación directa es que, bajo estos supuestos, la posibilidad de traspasar cuotas de fondos en especie, en lugar de liquidar los activos, evita pérdidas estimadas en aproximadamente US\$ 198 millones para activos de una cohorte

que asciende a US\$ 22.000 millones. Esto representa el valor económico de eliminar descuentos por ventas forzadas en mercados ilíquidos.

A esta ganancia hay que agregarle las ganancias derivadas de la extensión de la cartera promedio. Esto es difícil de hacer, pero una estimación para tener un orden de magnitud a mano es la siguiente.

La literatura empírica (ver Ilmanen 2011, Ang 2014, Dimson-Marsh-Staunton 2020), sugiere que la prima por extender duración o iliquidez a largo plazo se ubica típicamente entre 15 y 30 puntos base (pb) por año adicional de madurez, dependiendo del tipo de activo tradicional. En los activos alternativos la prima es algo superior, entre 30 y 50 pb.

<b>Tipo de activo</b>	<b>Prima anual por año de madurez adicional</b>
Bonos soberanos (curva real)	10-15 pb
Bonos corporativos	15-25 pb
Acciones globales (mayor horizonte, menor riesgo de timing)	20-30 pb
Activos alternativos	30-50 pb

Si el uso de FIG permite extender el horizonte de en digamos 3 años, entonces la ganancia promedio, una cartera compuesta homogéneamente de estos cuatro tipos de activos la prima agregada puede estimarse en torno a 19-30 pb por año adicional de horizonte. Los tres años de extensión de madurez, por lo tanto, pueden generar un incremento en la rentabilidad de los fondos de pensiones en torno a 56 y 90 pb por año. Es un incremento sustantivo si se mantiene en el tiempo.

En total, entre el ahorro de costos y los mayores retornos, la ganancia neta ascendería entre 176pb y 279pb.

## 8.4 Modificación de otros límites para acomodar el mayor límite global

En sí mismo, el incremento en el límite global de inversión en alternativos y la homogenización del gliding path **requieren cambios** en otros límites señalados en el Cuadro 1. Aquí actualizamos dicho cuadro pero como Cuadro 2 y separado en dos paneles para claridad de la exposición de las propuestas

Cuadro 2, Panel a)

Ejemplo de propuesta de límites estructurales y por instrumento en el Régimen de Inversión que afectan a activos alternativos

Tipo de límite	Línea	Descripción	Rango	Tipo de Fondo de Pensiones				
				A	B	C	D	E
Estructural	a.7	Activos alternativos (*) hasta agosto 2025	5 a 20	17,0	14,0	11,0	6,0	5,0
		Activos alternativos (*) desde agosto 2027		20,0	16,0	12,0	7,0	6,0
		Activos alternativos (*) ejemplo de propuesta	5 a 25	25,0	20,8	16,5	12,3	8,0

(\*) Activos Alternativos: Instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada, infraestructura y otros activos que se transen en mercados privados + 60% los aportes comprometidos a futuro en los vehículos de capital y deuda privada extranjeros y en la coinversión en el extranjero + inversión indirecta en activos alternativos + 60% los aportes comprometidos a futuro mediante contratos de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión nacionales cuyas inversiones se encuentran constituidas preferentemente por activos alternativos + títulos representativo de oro + inversión indirecta realizada a través de fondos de inversión públicos, en títulos de emisores nacionales, tales como: pagarés, mutuos hipotecarios con fines habitacionales, que no sean de oferta pública y facturas

Tipo de límite	Línea	Descripción	Rango	A	B	C	D	E
Por instrumento	b.3	Acciones restringidas + [acciones+cuotas de fondos de inversión] baja liquidez + [cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales y extranjeros + títulos representativos de índices financieros] no aprobados CCR	10 a 20	20,0	17,0	14,0	10,0	5,0
	b.4	Aportes de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión. Se excluyen de este límite las promesas de los fondos de inversión nacionales, cuyas inversiones se encuentran constituidas preferentemente por activos alternativos		2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
	b.10	Vehículos de capital privado en el extranjero + coinversión en capital privado + 60% los aportes comprometidos a futuro en los vehículos de capital privado extranjeros y en la coinversión de capital privado en el extranjero. Incluye inversión indirecta en capital privado extranjero efectuada a través de fondos de inversión nacionales y 60% los contratos de promesa de tales fondos.		17,5	14,5	11,6	8,6	5,6

En este cuadro se aprecia también que el límite b.3, que es un límite máximo, no se aplica al Fondo E. Es decir, ese Fondo no puede tener instrumentos como los contemplados. Una vez más, esa restricción no tiene una lógica a priori. Prohibir la toma de riesgos individuales no quiere decir necesariamente que se reduzca la toma de riesgos a nivel de un portafolio en su conjunto.

En relación al límite b.10, que regula "vehículos de capital privado en el extranjero + coinversión en capital privado" la norma señala que para el Fondo A, el límite

es el 70% del límite a.7 (no mostrado aquí). Dicho 70% del límite a.7 se aplica también a los Fondos B y C, pero por alguna razón para el Fondo D es solo un 60% y en el caso del Fondo E es 40%. Nuevamente, tiene sentido el límite sea decreciente, pero no tiene lógica alguna que, ex ante, caiga más rápido para los Fondos D y E comparado con A, B y C. La alternativa expuesta se refiere a la actualización del porcentaje, dado que el propio límite a.7 se propone que crezca como al emparejamiento del 60% del límite a.7 (similar al fondo D).

El Panel b) del Cuadro 2, muestra los límites por emisor. El límite c.15 es el que hemos sugerido cambiar al 99% partiendo del actual 49%: se trata de Cuotas de Fondos de Inversión aprobados por la CCR. La idea, como hemos señalado, es que la AFP protagonice la definición inicial de la política de inversión del fondo así como las reglas de funcionamiento del mismo. El límite de 99% promueve eso de manera sustantiva.

Una objeción tradicional a esto sería que, siendo la AFP un administrador de contribución definida, es deseable que haya un contrapeso de poder. Vemos dos alternativas a lo anterior que no están en el Cuadro 2:

- Una variante, preferida desde el punto de vista de la alineación de intereses se refiere a requerir coinversión de los administradores del fondo. En el pie de página del cuadro se menciona un 1% de coinversión que es un número tradicional en la regulación de estos fondos. Esta coinversión alinea intereses entre los del fondo, representados por la AFP, y la AGF.
- La alternativa de coinversión se podría matizar en la medida que el fondo tuviera como aportantes a otros inversionistas que tengan, a diferencia de la AFP, una exposición patrimonial directa al riesgo que tome el fondo. Esto ocurriría en el caso de un inversionista institucional, como una compañía de seguros de vida.

Cuadro 2, Panel b): Límites por emisor

Tipo de límite	Línea	Descripción	Fondos Individuales	Suma de fondos	
			% del Fondo de Pensiones	% Activo del Fondo de Inversión	% Serie
Por emisor	c.7, c.8,	Títulos de deuda emitidos por fondos de inversión, con clasificación igual o superior a BBB.	3,0	12,0	35,0
	c.12	Títulos de deuda emitidos por fondos de inversión, con clasificación menor a BBB	0,5	12,0	35,0
	c.15	Cuotas de fondos de inversión + monto aportes comprometidos aprobados por la CCR + bonos de fondos de inversión		99,0 **	100,0
	c.15.a	Inv. directa e indirecta en una misma entidad no supera el 10% del activo total del fondo	3,0		
	c.15.b	Inv. directa e indirecta en una misma entidad supera el 10% y no supera el 30% del activo total del fondo	2,0		
	c.15.c	Inv. directa e indirecta en una misma entidad supera el 30% del activo total del fondo	1,0		
	c.15	Aportes comprometidos mediante promesas de suscripción y pago	0,5		
	c.17	Cuotas de fondos de inversión + monto aportes comprometidos no aprobadas por la CCR	0,5	49,0	49,0
	c.27	Acciones de sociedades anónimas cerradas, Sociedad por Acciones (SpA) y Acciones de Sociedad en Comandita	0,5	49,0	49,0
				99,0	99,0

Nota: (\*\*) el 1% de coinversión puede ser comprometido por administrador o la incorporación de un aportante que tenga exposición patrimonial directa.

Finalmente, el límite c.17 se refiere a fondos no aprobados por la CCR y el c.27 se refiere a acciones de sociedades anónimas cerradas y SpA. No se ven razones para avanzar en aumentar estos dos límites en el corto plazo. Más bien, por razones prudenciales parece mejor concentrar la propuesta solo en instrumentos aprobados por la CCR.