



RECUADRO V.1

CONSIDERACIONES EN LA FIJACIÓN DE LÍMITES PARA INVERSIÓN DE FONDOS DE PENSIONES EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

A través de la Ley de Productividad^{1/}, promulgada a fines del año pasado, se incorporaron como activos elegibles para los Fondos de Pensiones (FP) y el Fondo de Cesantía Solidario (FCS) los denominados activos alternativos. Estos activos se definen como instrumentos, operaciones y contratos representativos de activos inmobiliarios, capital privado, deuda privada, infraestructura y otro tipo de activos que pueda determinar el régimen de inversión.

Los objetivos del Ejecutivo para impulsar esta modificación legal corresponden principalmente a mejorar la diversificación de los portafolios y su rentabilidad a través de los “premios por liquidez” que ofrece esta clase de activos.

De acuerdo a esta legislación, la Superintendencia de Pensiones (SP) debe definir a través del régimen de inversión los tipos de activos alternativos en los cuales los FP pueden invertir. Por su parte, el BCCh debe definir los límites máximos para la inversión en activos alternativos considerando un rango entre 5 y 15%.

Al respecto, la SP publicó el correspondiente régimen de inversión el pasado 25 de octubre y el BCCh estableció en su regulación los correspondientes límites de inversión en activos alternativos^{2/}, vigentes desde el 1 de noviembre. En este recuadro se revisa la resolución adoptada al respecto por la SP y las consideraciones del BCCh para adoptar su decisión.

Tipos de activos alternativos permitidos por los regímenes de inversión

Los regímenes de inversión publicados por la SP definen ocho tipos de activos alternativos susceptibles de inversión por parte de los FP y FCS:

1. Activos de capital privado extranjero.
2. Deuda privada extranjera.
3. Coinversión en capital privado y deuda privada en el extranjero.

^{1/} El Ministerio de Hacienda introdujo el 26 de octubre del 2016, a través de la Ley N°20.956, cambios al DL N°3.500 sobre el Sistema de Pensiones y a la Ley N°19.728 sobre el Seguro Obligatorio de Cesantía.

^{2/} Capítulos III.F.4 y III.F.7 del Compendio de Normas Financieras del BCCh.

4. Acciones de sociedades nacionales anónimas cerradas, por acciones y en comandita. Se incluyen en este grupo las acciones de sociedades concesionarias de obras de infraestructura y las acciones de sociedades inmobiliarias.
5. Mutuos hipotecarios endosables con fines no habitacionales.
6. Bienes raíces nacionales no habitacionales sujetos a contratos de arrendamiento con opción de compra (*leasing*).
7. Bienes raíces nacionales no habitacionales para renta.
8. Participación en convenios de crédito (créditos sindicados).

De manera adicional, para que estas inversiones se realicen con la mayor seguridad, la SP estableció, a través de los regímenes de inversión y otra normativa específica, regulaciones relevantes especialmente en relación a la naturaleza particular de esta clase de activos, tales como valorización, conflictos de interés, exigencia de políticas de inversión para cada tipo de activo en el cual se invierte, seguridad de las inversiones, límites por instrumento y emisor, y tratamiento de los excesos de inversión.

Cabe destacar que, en forma previa a la publicación de las modificaciones a los regímenes mencionados, la inversión indirecta en activos alternativos en Chile a agosto de 2017 realizada por los FP alcanzaba un 2,85% del valor total de dichos fondos, donde el tipo de activo más importante era el capital privado extranjero, que representa un 2,2% del total. Esta preferencia por capital privado se encuentra en línea con la tendencia internacional, donde los activos alternativos preferidos por fondos de pensiones son los activos inmobiliarios y el capital privado (Towers Watson, 2015).

Consideraciones del BCCh para fijar límites de inversión en activos alternativos

Si bien el nuevo marco legal permite al BCCh fijar límites de inversión en activos alternativos entre 5 y 15% del valor del fondo que corresponda, se decidió establecer límites inferiores a la cota máxima de dicho rango para todos los tipos de fondos. En particular, se fijaron límites de 10, 8, 6, 5, 5 y 5% para los fondos A, B, C, D, E y FCS respectivamente.

Para adoptar esta decisión, se consideró que los eventuales ajustes en las carteras de inversión de los FP, puedan llevarse a cabo sin afectar el normal funcionamiento del sistema financiero.

Específicamente, se buscó evaluar los potenciales efectos en los mercados locales que pudieran derivarse de una sustitución de inversión en activos tradicionales por activos alternativos.

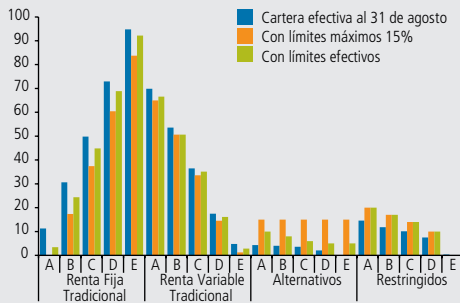
Con este objetivo, se estimaron los cambios en las carteras de los FP como porcentaje de cada fondo (gráfico V.1) y la redistribución total del sistema por tipo de activo (gráfico V.2) de acuerdo a dos escenarios: (i) en el caso que el límite hubiese sido fijado en el máximo de 15% para todos los fondos; y (ii) con los límites efectivamente fijados por el BCCh. Para realizar esta estimación, se supuso que los FP invierten el máximo permitido en activos alternativos, capital privado, activos de mayor riesgo relativo, y renta variable.

En el escenario en el cual los límites hubiesen sido fijados en el máximo de 15% para todos los fondos, la desinversión en activos tradicionales sería relevante, alcanzando un valor de total de casi US\$31 mil millones, de los cuales US\$6,6 mil millones corresponderían a renta variable y US\$24 mil millones a renta fija e intermediación financiera. En este sentido, aunque probablemente los FP habrían adaptado sus portafolios en un período de tiempo prolongado y que, dada su mayor liquidez relativa, parte importante de las desinversiones se hubiesen realizado en activos internacionales, este análisis resulta útil para dimensionar los montos involucrados.

Por otra parte, realizando el ejercicio con los límites en los niveles en los cuales fueron efectivamente fijados por el BCCh, la desinversión en renta variable podría llegar a alcanzar US\$4 mil millones, y US\$10 mil en renta fija e intermediación financiera millones. Los resultados del ejercicio indican que, utilizando los límites efectivamente establecidos en comparación al escenario en el cual los límites hubiesen sido fijados en el máximo de 15%, las potenciales desinversiones caen a la mitad en el mercado de renta variable, y casi a un tercio en el mercado de renta fija. Esto último es relevante en relación a su incidencia sobre las fuentes de financiamiento bancario mayorista y en los precios en los mercados de renta fija e intermediación financiera^{3/}. Por último, considerando la experiencia internacional, es probable que los FP utilicen sus márgenes adicionales de inversión en activos alternativos preferentemente en capital privado extranjero, lo cual podría acotar eventuales efectos no deseados en otros mercados.

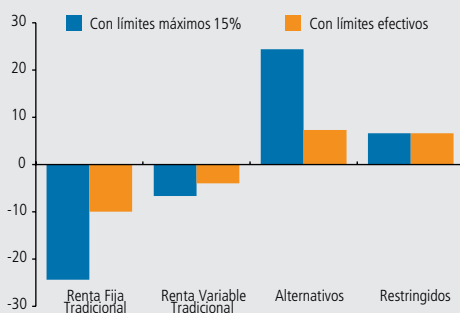
En suma, ante los factores revisados en este recuadro, se consideró importante avanzar gradualmente hacia los máximos de inversión en activos alternativos establecidos en la Ley. En particular, desde la perspectiva de las funciones del BCCh, resultó esencial perseguir que los aumentos de inversión en activos alternativos por parte de los FP se realicen minimizando potenciales disrupciones que puedan afectar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

GRÁFICO V.1
Potenciales cambios en la cartera de los Fondos de Pensiones (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SP.

GRÁFICO V.2
Redistribución total de la inversión en el sistema (miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SP.

^{3/} Casi 11% de la cartera de inversión en renta fija de los FP corresponde a depósitos a plazo.