

## Minuta Explicativa

### **Límite de inversión en Activos Alternativos, y autorización de nuevos instrumentos susceptibles de inversión por parte de los Fondos de Pensiones y de Cesantía**

#### **I. Límite de Inversión en Activos Alternativos con recursos de los Fondos de Pensiones**

El marco legal vigente otorga al Banco Central de Chile (BCCh) la facultad para definir los denominados límites máximos estructurales para la inversión de los Fondos de Pensiones (FP), entre los cuales se encuentra el límite de inversión en activos alternativos. Para todos los límites de inversión estructurales de los Fondos de Pensiones (FP), incluyendo los límites de inversión en activos alternativos (AA), el marco legal vigente (DL 3500) define un umbral o rango dentro del cual el BCCh puede ejercer su atribución, en el contexto del portafolio diversificado de títulos que determina la ley y el régimen de inversión definido para ellos. Con la aprobación de la Ley N° 21.276, en octubre de 2020, se aumentó el umbral máximo para el límite de inversión en AA por parte de los FP desde 15% a 20% de cada Fondo.

En este contexto, las decisiones del BCCh se circunscriben a su mandato institucional de resguardar la estabilidad del sistema financiero local. En general, el BCCh ha definido los límites de inversión estructurales para FP (incluyendo límites de inversión el extranjero, límite de inversión en AA, entre otros), considerando en particular el cumplimiento de sus objetivos institucionales definidos en su Ley Orgánica Constitucional (LOC). En este sentido, se han fijado y ampliado en forma progresiva estos límites dentro de los umbrales legales salvo que se identifiquen riesgos para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, o bien, efectos que interfieran en la conducción de la política monetaria y cambiaria del BCCh; en cuyo caso se han considerado límites más acotados que los máximos establecidos en la Ley, o bien, se definen cambios con gradualidad permitiendo minimizar posibles interrupciones en el normal funcionamiento del sistema financiero por eventuales ajustes en las carteras de inversión de los Fondos.

Adicionalmente, se considera mantener consistencia con la estructura y objetivos fundamentales con los cuales fueron concebidos los multifondos. Para todas las decisiones sobre límites estructurales de FP que el BCCh ha adoptado anteriormente, se han permitido límites de inversión proporcionalmente mayores para instrumentos de mayor volatilidad y mayor retorno esperado en los fondos que admiten mayor riesgo (A, B y C), y se han definido límites más acotados en los fondos más conservadores (D y E). Esta lógica es consistente con el diseño del sistema de multifondos orientado a la protección de los afiliados que se encuentran más próximos a pensionarse y con criterios aplicados internacionalmente.

Respecto de los elementos específicos sobre relación riesgo retorno de las inversiones de los FP; se ha estimado fundamental la opinión de la Superintendencia de Pensiones (SP). Más allá de las materias de su competencia, el BCCh considera la opinión de la SP en tanto supervisor especializado, encargado del control y fiscalización de la gestión de riesgos de las AFP, y a quien corresponde verificar que la inversión efectuada por éstas se enmarque en el objetivo de obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad para dichas inversiones definido en el marco legal. Desde esta perspectiva, se consultan a la SP aquellos aspectos que puedan incidir directamente en el mejor interés para los afiliados, en consideración a evaluaciones específicas de riesgo retorno de cada una de las inversiones analizadas y de la capacidad de gestión de riesgo de las Administradoras sujetas

a su supervisión. Asimismo, resultan fundamentales el rol que cabe en la supervisión de las políticas de inversión de las Administradoras autorizadas por la SP y el rol complementario en este ámbito que cabe al Comité Técnico de Inversiones (CTI) y a la Comisión Clasificadora de Riesgos (CCR) así como los otros resguardos prudenciales contemplados en la ley y normativa complementaria. Estas opiniones se consultan a través de reuniones e intercambios oficiales de información. Finalmente, antes de que el BCCh adopte su decisión final, el marco legal requiere contar con un Informe Previo de la SP.

**Desde que esta atribución se incorporó al marco legal, el BCCh ha ejercido sus atribuciones en dos ocasiones anteriores estableciendo límites máximos para inversión en AA en coordinación con la SP.** Considerando argumentos de estabilidad financiera, adecuación progresiva de portafolios de los Fondos, volatilidad del mercado financiero y adquisición de *expertise* por parte de las Administradoras, entre otros factores, se aplica el criterio de gradualidad antes mencionado. La gradualidad también fue reconocida por la SP, en el contexto del conjunto de resguardos financieros y de control que se han incorporado en el marco legal, para permitir los AA entre las alternativas de inversión para el portafolio de los FP, ya sea en forma directa o indirecta, en el país o en el extranjero.

**Los AA corresponden a un espectro amplio de instrumentos de inversión privada, incluyendo deuda privada, capital privado, bienes raíces, infraestructura, etc.** Los mercados privados usualmente están restringidos sólo para inversionistas institucionales o calificados, a quienes la regulación entiende están capacitados para comprender los riesgos involucrados en estos mercados, y también para hacerse cargo de lo que involucran las transacciones de estas clases de activos como procesos de *due diligence*, firmas de contratos, validación de exigencias financieras, regulatorias y tributarias, entre otras. Las inversiones de institucionales en activos alternativos usualmente se realizan con una contraparte especializada en el activo. Dicha contraparte toma la forma de un General Partner (GP) que aporte el conocimiento especializado en esta clase de activos con quien se participa en fondos de inversión en una amplia cartera de activos alternativos a que tiene acceso el GP, o bien la interacción es a través de un vehículo de inversión colectiva mediante una empresa gestora de fondos de inversión (modelo “*feeder fund*” o “fondos de fondos”).

**Los riesgos que puedan implicar las inversiones en este tipo de activos se encuentran acotados a través de las exigencias y resguardos que deben cumplir las AFP.** Dada su naturaleza, estas inversiones se realizan a través (o en conjunto) con gestores especializados de inversión, que acompañan al inversionista durante la duración de esta, y quedan sujetas a exigencias particulares definidas por la normativa de la SP. Esta normativa establece requerimientos de políticas de inversión específicas para AA (las cuales deben ser aprobadas individualmente por la SP), criterios de valorización, requisitos de información, entre otros. Adicionalmente, la SP autoriza tipos específicos de AA en los cuales puede invertir cada administradora, de acuerdo con la evaluación realizada sobre su gestión. Los gestores de inversión utilizados por las AFP para canalizar inversiones en AA deben ser autorizados por la CCR, entre otros resguardos contemplados en la normativa supervisada por la SP.

**De acuerdo con la revisión de los antecedentes previamente señalados y el análisis interno, el BCCh estima que predominan los beneficios y oportunidades de una ampliación acotada y gradual de los límites máximos de inversión.** Desde la primera definición de límites realizada por el BCCh, los FP han ido aumentando gradualmente su inversión en AA alcanzando aproximadamente un 9%

del total del portafolio del sistema, realizando ajustes a los portafolios sin producir alteraciones en los mercados financieros.

Se considera que una ampliación acotada y gradual de los límites de inversión en AA no debiera cambiar la composición de inversiones local vs. exterior. Las experiencias anteriores al ampliar los límites de inversión en AA en 2017 y 2020 (en el primer caso, con magnitudes mayores a la actual revisión) es que las AFP sustituyeron inversiones en el exterior “más tradicionales” por AA, al tratarse de mercados más profundos para esta clase de activos. En la ampliación de límites de 2020 no se observó una sustitución de inversiones locales por AA en el exterior. De hecho, los límites de inversión en el exterior de los FP mantienen holguras importantes, las cuales no se han alterado significativamente en estas decisiones anteriores. A la fecha, la inversión en fondos de AA en el exterior corresponde a más del 80% de la inversión totales en AA, se realiza en fondos de inversión sofisticados y especializados, diversificando dentro de la amplia gama de AA, incluyendo capital y deuda privada, inmobiliario, infraestructura y otros.

La nueva ampliación de límites es equivalente, en el agregado, al 3% de los Fondos, lo cual implica una holgura total adicional de US\$6.000 millones aproximadamente. De este monto y de acuerdo con experiencias previas con ampliación de este límite, se evalúa que, si se destinara un 25% de dicha holgura a inversión en el mercado local, implicaría una potencial reasignación desde otros activos tradicionales u otros activos alternativos locales equivalente a US\$1.500 millones. Al respecto, se estima que este monto es acotado en relación al tamaño actual de los mercados de renta variable, renta fija y cambiario en Chile, con transacciones superiores a USD 2 mil millones al día; y bastante menor al estimado para la primera definición del límite (octubre 2017 – Ver [Recuadro V.1 Consideraciones en la fijación de límites de inversión en activos alternativos de fondos de pensiones](#), IEF Segundo Semestre 2017) y de magnitud similar a la última ampliación del límite en abril de 2020, equivalente a un 2,2% de los activos del sistema. Ver anexo para más detalles del análisis de impacto.

**Por lo tanto, el BCCh decidió aumentar gradualmente los límites estructurales máximos de inversión en activos alternativos para los Fondos de Pensiones, respecto de aquellos definidos en abril de 2020; incremento que se implementará según el siguiente calendario:**

Fecha vigencia	Decisión BCCh Límite máximo de inversión en Activos Alternativos, por tipo de Fondo				
	A	B	C	D	E
Límite vigente	13%	11%	9%	6%	5%
<b>1 de agosto 2024</b>	15%	12%	10%	6%	5%
<b>1 de agosto 2025</b>	17%	14%	11%	6%	5%
<b>1 de agosto 2026</b>	19%	15%	12%	7%	6%
<b>1 de agosto 2027</b>	<b>20%</b>	<b>16%</b>	<b>12%</b>	<b>7%</b>	<b>6%</b>

## II. Límite de Inversión en Activos Alternativos con recursos del Fondo de Cesantía Individual (CIC)

Tal como en el caso de los FP, el marco legal vigente otorga al BCCh la facultad para definir los límites máximos de inversión en activos alternativos para los Fondos de Cesantía. Históricamente solo el Fondo de Cesantía Solidario tenía permitida la inversión en activos alternativos, lo que cambió con la Ley N°21.628, de octubre de 2023, que permite la inversión en AA por parte del Fondo de Cesantía Individual (CIC) y establece el rango dentro del cual el BCCh debe fijar el límite máximo de inversión en dicha clase de activos con recursos del CIC, el cual no puede ser superior al 5% del valor de dicho Fondo.

Tal como en el caso de los FP, las decisiones del BCCh respecto del CIC se circunscriben a su mandato institucional, con un foco en el resguardo de la estabilidad del sistema financiero local, en tanto se considera la visión el a SP respecto a la relación riesgo-retorno de las inversiones. En consecuencia, las consideraciones generales antes mencionadas respecto de las inversiones en AA por parte de los FP también aplican al caso del CIC, aunque las magnitudes involucradas son sustancialmente menores. La evaluación interna realizada para efectos de la definición del límite máximo de inversión en AA del Fondo CIC tuvo en consideración el perfil de liquidez de los Fondos de Cesantía, la relativa estabilidad de los egresos e ingresos en los fondos gestionados por la AFC, la inversión efectiva en activos alternativos ya autorizada para el Fondo de Cesantía Solidario (CIS) y los volúmenes de potencial inversión involucrados y el potencial impacto reducido sobre el mercado financiero (cada punto adicional de inversión equivale a 90 MMUSD), así como la visión favorable de la SP en cuanto a introducir activos alternativos en la cartera del CIC.

De acuerdo con todo lo anterior, el Consejo del BCCh ha decidió fijar el límite máximo de inversión en activos alternativos en 3% del Fondo CIC, a contar del día 1° de mayo de 2024. Para estos efectos también se contó con la opinión favorable de la SP.

## III. Autorización por parte de la Superintendencia de Pensiones (SP) de Inversión de nuevos instrumentos susceptibles de inversión por parte de los Fondos de Pensiones y de Cesantía

El marco legal vigente dispone que la SP puede autorizar la incorporación de nuevos instrumentos susceptibles de inversión por parte de los Fondos, para lo cual se requiere el informe previo del BCCh, el cual fue solicitado por la SP. En particular, la Superintendencia solicitó el informe previo del BCCh para efectos de autorizar como nuevos instrumentos susceptibles de inversión por parte de los Fondos de Pensiones y de Cesantía los siguientes instrumentos:

1. Títulos Representativos de Mutuos Hipotecarios Endosables, residenciales y no residenciales, registrados y transables en bolsas de productos constituidas según la ley 19.220 (TR-MHE); y
2. Acciones de sociedades por acciones nacionales, acciones de sociedades anónimas nacionales cerradas y sociedades en comandita por acciones nacionales transadas en el segmento ScaleX de la Bolsa de Comercio de Santiago (ScaleX).

Planteando adicionalmente que la incorporación de estos instrumentos al portafolio de inversiones de los Fondos contribuiría a su diversificación y mejores combinaciones de riesgo y retorno, contando además con los resguardos apropiados. Los instrumentos se transarían exclusivamente mercados secundarios regulados, y las inversiones estarían sujetas a requerimientos de valorización, custodia e información, entre otros aspectos de relevancia desde la perspectiva de seguridad y transparencia de estas inversiones; y destacando que cada uno de estos

dos tipos de instrumentos quedarían afectos al límite de 1% de cada Fondo que el Régimen de Inversión de la SP ha establecido para los instrumentos aprobados en virtud de la letra k) del inciso segundo del artículo 45 del DL 3.500.

**Dada la naturaleza de estos instrumentos, su incorporación en los portafolios de los Fondos se produciría de forma necesariamente gradual.** De acuerdo con las evaluaciones internas y diversas reuniones sostenidas con actores del sector privado y público que están siguiendo estos proyectos, la incorporación de estos instrumentos en los portafolios de los Fondos sería gradual, al tratarse de instrumentos y segmentos de mercado bursátil en desarrollo, que requieren construir las capacidades necesarias para su gestión en los actores de mercado, plataformas transaccionales e infraestructuras de mercado que correspondan en cada caso.

**Adicionalmente, potenciales inversiones tenderían a canalizarse a través de contrapartes especializadas, lo cual beneficiaría una evaluación de riesgos más robusta.** La materialización de la inversión de los Fondos de Pensiones en estos instrumentos debiera darse mediante inversión indirecta a través de fondos de inversión especializados, facilitando la evaluación de riesgo que se encuentra en el ámbito de responsabilidad de las Administradoras de Fondos. Además, por esta vía se alcanzarían volúmenes de inversión compatibles con las estrategias de inversión propias de los Fondos de Pensiones.

**Los elementos anteriores permiten considerar que otorgar estas autorizaciones no debieran implicar efectos relevantes para el mercado financiero, riesgos para la estabilidad financiera u otro tipo de efectos no deseados. En consecuencia, el BCCh decidió otorgar su informe previo en términos favorables para la incorporación de estos nuevos instrumentos.**

#### **IV. Anexo. Estimación de Impacto de la ampliación de los límites de inversión en Activos Alternativo para los Fondos de Pensiones.**

**La mayor holgura generada a nivel de sistema con la definición del Consejo, de aumentar aproximadamente en un 3% el límite de inversión correspondería a un monto cercano a los USD\$6.000 millones.** Lo anterior, considerando el tamaño de los fondos de pensiones (USD180 mil millones a noviembre de 2023).

**Se prevé que gran parte de las inversiones en AA se realizaría en el extranjero.** De acuerdo con antecedentes provistos por la SP, la holgura de inversión generada con el aumento en los límites sería utilizada principalmente en mercados extranjeros, debido a que en estos se encuentran mayores oportunidades de inversión, son mercados más profundos, y cuentan con mercados secundarios desarrollados. De hecho, actualmente cerca de 85% de las inversiones en activos alternativos de los Fondos corresponden a mercados extranjeros.

**La realidad de los mercados privados hace poco probable que las holguras se utilicen de forma inmediata.** Así, cabe tener presente que una parte importante de las inversiones en AA no son inversiones efectivas, sino compromisos de inversión futura. De acuerdo con información provista por la SP, cerca de USD10 mil millones son inversiones efectivas, mientras que las inversiones comprometidas alcanzan un monto cercano a USD6 mil millones. Vale decir, en régimen,

aproximadamente un 40% de las inversiones en activos alternativos que son consideradas para el cálculo del límite aún no han sido realizadas.

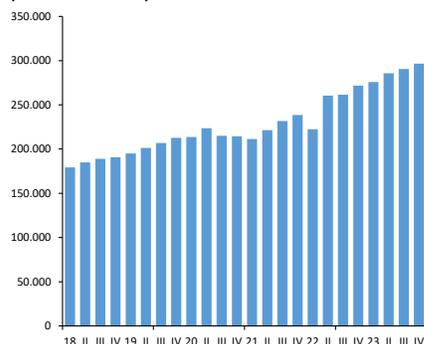
**Para adoptar esta decisión, se consideró que los eventuales ajustes en las carteras de inversión de los FP puedan llevarse a cabo sin afectar el normal funcionamiento del sistema financiero.**

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. Estimaciones sobre el potencial impacto de sustitución de activos, en un escenario estresado, indican que el efecto sería acotado. En un escenario estresado, donde se asume que un 50% de la holgura de inversión adicional se invierte en el mercado local, y un 50% se invierte en el exterior, entonces el potencial efecto de sustitución en el mercado local alcanzaría a USD3.000 millones. Sin embargo, si se considera que solo un 60% se invierte de manera inmediata y el 40% restante se compromete como inversión para el futuro, entonces el efecto potencial de sustitución de activos sería más bien cercano a los USD1.800 millones, sin considerar el efecto de los nuevos flujos de cotizaciones que reciben los fondos de pensiones que podrían ser canalizados al mercado local de acuerdo con el comportamiento histórico de los Fondos.

**Así, se estima que el impacto que tendría aumentar el límite en un equivalente al 3% del sistema sobre el mercado local no es material.**

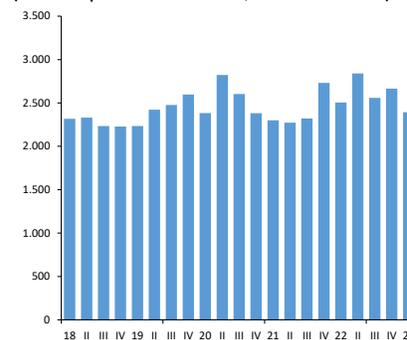
El stock actual de instrumentos de renta fija de los fondos de pensiones es cercano a los USD75.000 millones, equivalente aproximadamente a un 25% del mercado de renta e intermediación financiera local, por lo que el grado de sustitución de portafolio se estima acotado. Además, las transacciones diarias en mercados de renta fija local e instrumentos de intermediación financiera se ubican en torno a los USD 2 mil millones al día. Por lo tanto, ajustes en los portafolios en las magnitudes antes señaladas podrían ser absorbidos sin alterar el normal funcionamiento del mercado financiero local.

**Gráfico 1.** Stock Instrumentos de Renta Fija e Intermediación Financiera (USD millones)



Fuente: Banco Central de Chile. Tipo de cambio referencial de \$839, promedio 2023.

**Gráfico 2.** Turnover Instrumentos de Renta Fija e Intermediación Financiera (monto promedio diario, USD millones)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información CCLV y BCS. Tipo de cambio referencial de \$839, promedio 2023.