



# Fondos Alternativos en el sistema de pensiones; Un escenario alternativo

## Parte I

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Alumno: Diego Saavedra  
Profesor Guía: Jorge Selaive**

**Santiago, septiembre 2018**

# 1 Introducción

**“Tarde o temprano llegaremos a esta etapa de la vida y la mayoría de las veces nuestras pensiones no solventan los gastos que tenemos”<sup>1</sup>.**

En Chile se ha establecido un profundo debate respecto al actual sistema de pensiones. Algunos lo consideran deficiente, al que se le deberían proponer cambios estructurales; para otros es un buen sistema necesario de perfeccionar. No obstante, todos los actores coinciden en la necesidad de realizar los cambios pertinentes que garanticen pensiones dignas. En el transcurso del último tiempo el sistema de pensiones ha sido analizado por distintos organismos, entre ellos la OCDE y la FMI, todos coinciden en que las pensiones de Chile están bajas en relación al último salario percibido por el trabajador, adicional a esto se han identificado amenazas que disminuirán aún más las pensiones de los futuros jubilados chilenos, como son: el incremento en las expectativas de vida, la caída de la tasa de interés a nivel mundial en la última década y por último, la baja densidad de cotizaciones del mercado laboral .

Hay diversas y variadas ideas para mejorar y/o cambiar el sistema de pensiones actual, orientadas en distintos tipos de ideologías, proponiendo desde instaurar un sistema de reparto manejado por una institución estatal sin fines de lucro; otros proponen mantener el sistema de cotización individual manejado por una AFP estatal. También hay propuestas dirigidas a aumentar gradualmente la edad de retiro, finalmente hay quienes simplemente proponen entregar mayor libertad de inversión a las AFP para que así consigan mejor rentabilidad. A mayor retorno, mejora de las pensiones lo que también conlleva un mayor riesgo que disminuye al diversificar las carteras<sup>2</sup>.

La superintendencia de fondos de pensiones ha implementado iniciativas que buscan mejorar las pensiones, como por ejemplo la inclusión de fondos alternativos dentro de la gama de activos de inversión de las AFP, en efecto, ampliar los activos de inversión permitiría a los Fondos de Pensiones acceder a un mayor universo de fondos, aumentando sus posibilidades de diversificación<sup>3</sup>. Por otro lado, permiten conseguir mejores retornos y disminuir el riesgo, producto de presentar baja correlación con los activos tradicionales y contar con activos de baja liquidez, lo que suele ser premiado con una mayor rentabilidad comparados con los activos tradicionales de mayor liquidez. Esta fórmula permitirá contrarrestar en cierta medida

---

<sup>1</sup> Participación ciudadana, en encuentro previo, región de Atacama, comisión Bravo.

<sup>2</sup> José Ramón Valente V, Diversificación Internacional, pp 119, 1988

<sup>3</sup> Comisión Bravo, Informe Final, pp 126, 2015.

la disminución progresiva de las pensiones producto de las amenazas ya enunciadas, incrementando las pensiones a largo plazo.

Hay amplia evidencia y experiencia internacional respecto de la conveniencia de incluir este tipo de activos en fondos con mandatos similares al de las AFPs. (Los fondos de pensiones y Endowments de universidades extranjeras tienen invertido porcentajes varias veces superior a la inversión actual que los fondos de pensiones tienen en este tipo de activos, la que está restringida por regulación). Ello puede requerir modificaciones del régimen de inversión con el objeto de permitir la inversión directa de los fondos en este tipo de activos<sup>4</sup>.

Respecto a la evidencia internacional la inversión en fondos alternativos no es algo nuevo, los países de la OCDE en promedio invierten cerca de un 15.3%, adicional a esto países con sistemas privados de pensiones como son: Perú, Colombia y México pueden invertir hasta un 20% en fondos alternativos<sup>5</sup>. En contrapartida, los fondos chilenos, dependiendo del periodo, invertían entre un 2% a un 3% de su cartera en activos alternativos desde que se crearon los multifondos.

La nueva normativa de inversiones permite invertir en activos alternativos entre un 5% y 15%, según lo que determine el Banco Central, lo cual significa un gran avance. Sin embargo, todavía es comparativamente insuficiente con los siete principales sistemas de pensiones del mundo que han aumentado su asignación a activos alternativos desde un 5% en 1995 a un 24% en 2016, según la firma de asesorías financieras Willis Towers Watson, justamente porque han percibido el apoyo en la rentabilidad que obtienen<sup>6</sup>.

Por otro lado, están las principales Family Offices del mundo que asignan más de la mitad de sus inversiones a activos alternativos<sup>7</sup>. En el plano local, las Family Offices, asignan un 32% a alternativos locales y un 23% a alternativos extranjeros<sup>8</sup>. Por su parte las compañías de seguros invierten un 28% en activos alternativos, principalmente en inmobiliario chileno.

Todo lo mencionado, nos da luces que la inversión en activos alternativos nos permitiría mejorar el comportamiento de los fondos de pensiones, pero actualmente no existe ningún estudio al respecto de cuanto es el aporte marginal de la inclusión de estos activos en Chile. Si bien tenemos antecedentes que existen otros inversores que han trabajado que ha incorporado dentro de sus carteras activos alternativos y han manifestado el buen desempeño de estos, no se cuenta con una única fuente de información que nos permita realizar un análisis del impacto de estos mismo en el sistema de pensiones chileno, ni que nos permita comprender que tan efectiva es la nueva normativa de inversión. Es por estos motivos, que este estudio busca en primera instancia crear una base de datos confiable del comportamiento de distintos activos catalogados como alternativos proveniente de diversas

---

<sup>4</sup> Comisión Bravo, Propuesta 24, 2015.

<sup>5</sup> Annual Survey of Large Pension Funds & Public Pension Reserve Funds, 2015

<sup>6</sup> Cristián Moreno, presidente de Ameris Capital, Las AFP y los alternativos, 2017.

<sup>7</sup> UBS Campden Research, The Global Family Office Report 2017.

<sup>8</sup> Estudio de Ameris-El Mercurio, que encuestó a 73 Family Offices chilenos.

fuentes de información, esto servirá de pie para que en un próximo análisis analicemos el impacto de los fondos alternativos en el sistema de pensiones.

## 2 Contexto general

### 1.1 Fondos de Pensiones

En 1980 se diseña en Chile el nuevo sistema de pensiones, que en esta oportunidad iba a ser administrado por entidades privadas de capitalización individual. Los motivos que provocaron el cambio del sistema de pensiones público fueron las tendencias demográficas del mundo entero, los bajos porcentajes de natalidad y el aumento de la esperanza de vida.

El objetivo del sistema de pensión actual es proveer ingresos de reemplazo para los trabajadores que dejan la vida activa o laboral, y cubrir los riesgos de invalidez (total o parcial) y la muerte de los trabajadores, de manera de proteger a los afiliados y a su grupo familiar<sup>9</sup>.

El fondo de pensiones se conforma con los aportes de las cuentas de capitalización individual para la pensión de vejez dichos aportes son recaudados por las administradoras de fondos de pensiones (AFP). Estas son supervisadas por la superintendencia de pensiones, entidad autónoma, que tiene como misión proteger y resguardar los intereses de todos los usuarios del sistema de pensiones, velando por el cumplimiento de las normas, y proponiendo mejoras continuas en pro de mejorar la calidad de vida en el periodo de jubilación.

En este sistema cada afiliado tiene la posibilidad de escoger la AFP que administrará sus ahorros y cambiarse cuando lo desee, también puede decidir la modalidad de pago de la pensión (retiro programado o renta vitalicia), como también escoger el tipo de fondo donde invertir sus ahorros.

Cada AFP administra cinco fondos, que se dividen de acuerdo con el perfil de riesgo de cada cotizante está dispuesto a asumir, y de acuerdo con ese riesgo serán los instrumentos financieros que utilizan las AFP en relación con la exposición de renta variable y fija. El objetivo principal del esquema de multimodos es incrementar el valor esperado de las pensiones, que obtendrán los afiliados, de acuerdo con el apetito de riesgo de cada fondo.

Cada fondo tiene un límite mínimo y máximo de inversión de renta variable tal como muestra en el siguiente cuadro:

---

<sup>9</sup> <http://www.svs.cl/mascerca/601/w3-article-1672.html>

	Límite Máximo Permitido	Límite Mínimo Permitido
Fondo A	80%	40%
Fondo B	60%	25%
Fondo C	40%	15%
Fondo D	20%	5%
Fondo E	5%	0%

Fuente: Superintendencia de Pensiones

Los títulos de renta variable se caracterizan por tener mayor riesgo, pues suelen tener mayor frecuencia de alzas y bajas de rentabilidad, sin embargo, se espera que a largo plazo los instrumentos más riesgosos sean mucho más rentables a nivel de valor esperado.

Los fondos de pensiones cumplen un rol fundamental respecto al retiro de los trabajadores, pues luego de cumplido sus años de servicio y producto del ahorro, estos cuentan con un monto mensual en la modalidad de tiempo que lo pacte, que tiene el propósito de ser el ingreso de cada trabajador cuando estas están en su etapa pasiva. Por lo que es altamente importante que los trabajadores cuenten con una importante densidad de cotizaciones. Como también es vital que las AFP en su carácter de administradoras garanticen la mejor rentabilidad a los fondos que administran, de tal manera que las pensiones sea el resultado de la máxima ingreso de los trabajadores en sus retiros.

## 1.2 ¿En qué invierten las AFP?

La cartera de Inversiones de los Fondos de Pensiones a marzo del 2018 se detalla en el siguiente cuadro<sup>10</sup>:

	A		E		TOTAL	(A+B+C+D+E)
	MM\$	% Fondo	MM\$	% Fondo	MM\$	% Fondos
INVERSIÓN NACIONAL TOTAL	4.587.798	23,00%	17.548.487	92,10%	74.045.399	56,70%
RENTA VARIABLE	3.642.562	18,30%	432.840	2,20%	14.723.109	11,30%
Acciones	2.835.706	14,20%	427.277	2,20%	11.717.202	9,00%
Fondos de Inversión y Otros	806.856	4,10%	5.563	0,00%	3.005.907	2,30%
RENTA FIJA	927.075	4,60%	17.111.179	89,90%	59.202.046	45,30%
Instrumentos Banco Central	23.312	0,10%	979.457	5,20%	2.777.504	2,10%
Instrumentos Tesorería	87.122	0,40%	4.361.236	22,90%	20.009.549	15,30%
Bonos de Reconocimiento y MINVU	5.309	0,00%	33.446	0,20%	87.941	0,10%
Bonos de Empresas y Efectos de Comercio	183.038	0,90%	2.102.270	11,10%	7.860.618	6,00%
Bonos Bancarios	194.820	1,00%	5.780.300	30,30%	20.036.963	15,40%
Letras Hipotecarias	10.212	0,10%	61.745	0,30%	392.396	0,30%
Depósitos a Plazo	326.703	1,60%	3.304.843	17,30%	6.839.236	5,20%
Fondos Mutuos y de Inversión	90.815	0,50%	432.857	2,30%	1.065.311	0,80%
Disponible	5.744	0,00%	55.025	0,30%	132.528	0,10%
DERIVADOS	16.986	0,10%	-681	0,00%	82.436	0,10%
OTROS NACIONALES	1.175	0,00%	5.149	0,00%	37.808	0,00%
INVERSIÓN EXTRANJERA TOTAL	15.349.572	77,00%	1.510.967	7,90%	56.413.249	43,30%
RENTA VARIABLE	12.272.068	61,60%	454.193	2,40%	37.950.049	29,10%
Fondos Mutuos	9.228.560	46,30%	31.116	0,20%	29.493.288	22,60%
Otros	3.043.508	15,30%	423.077	2,20%	8.456.761	6,50%

El fondo A invierte cerca de un 80% en el extranjero. Al estar en otra moneda se asumen riesgos de tipo de cambio, debido a que la rentabilidad de los fondos está expresada en pesos. Existe un porcentaje de cobertura para mitigar el riesgo cambiario, sin embargo, menos de la mitad tienen derivados de cobertura asociados, además de que los seguros de cambio tienen costos asociados que disminuye la rentabilidad.

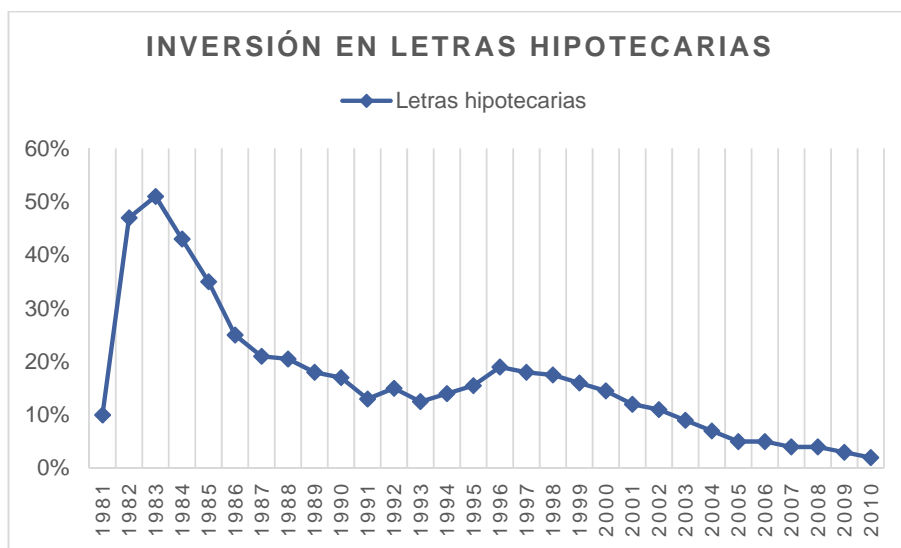
El fondo E tiene invertido un 95% en renta fija. Dentro de la renta fija se observa alrededor de un 30% en bonos públicos chilenos, entre ellos instrumentos del Banco Central, instrumentos de tesorería y el Minvu, un 17% están invertido en Depósitos a Plazo que son inversiones en general a corto plazo y tienen baja rentabilidad asociada. Si bien es prudente que el fondo E

<sup>10</sup>Superintendencia de Pensiones, Inversiones y Rentabilidades, marzo 2018.

invertida en instrumentos seguros, es preocupante que no se aprovechen plazos más largos y la gran concentración de Bonos públicos como privados.

A nivel consolidado las AFP invierten cerca de 50 mil millones de dólares en deuda pública, lo que las convierte en el principal tenedor de bonos chilenos. Es aquí donde surge la pregunta de ¿están las AFP subvencionando al estado al comprar un porcentaje tal alto?

El porcentaje que se invierte en bonos estatales e instituciones financieras hoy es alto. Pero esto no siempre fue así, antiguamente un porcentaje alto se invertía en letras hipotecarias, llegando contar con más del 50% de su cartera en la década de los 80'.



Fuente: Superintendencia de Pensiones



### 1.3 Problemas del sistema de pensiones

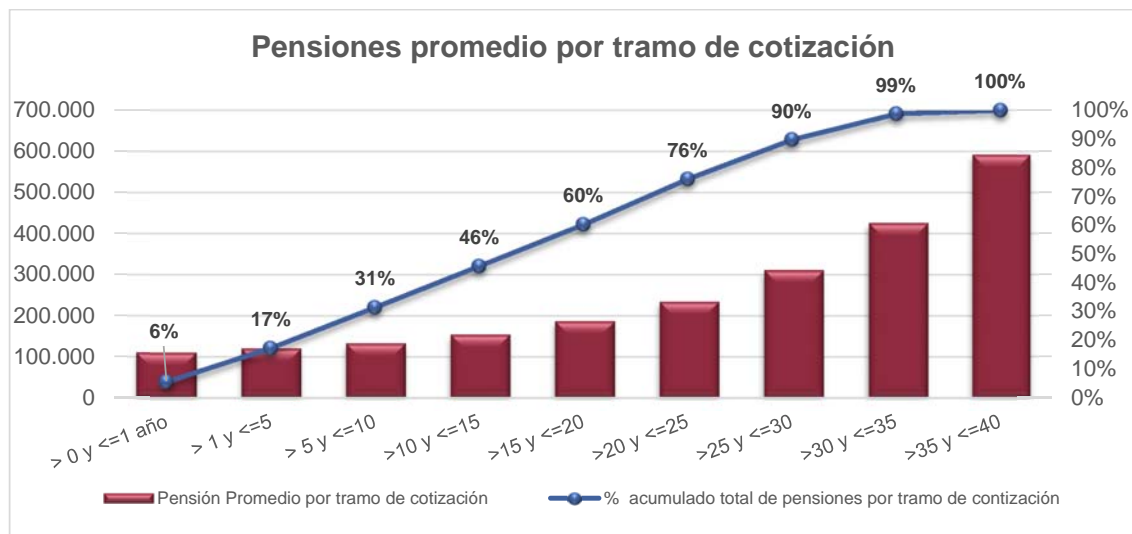
En los últimos años se han establecido diversos debates de interés nacional cuestionando, tanto el modelo de pensiones chileno, como también la capacidad de las AFP para generar rentabilidad. Según encuestas de la comisión asesora presidencial, un 70% de los encuestados considera que las pensiones que entrega el sistema de AFP no alcanzan a financiar un nivel de vida adecuado, mismo porcentaje de los encuestados declara que no le alcanza el monto de pensión para satisfacer sus necesidades, un 24% considera que le alcanza, y sólo un 2% afirma que le alcanza y le sobra. El resto de los encuestados no sabe o no responde. Al desglosar las respuestas entre hombres y mujeres, se observa un 75% de mujeres que no les alcanza para financiar sus necesidades, siendo ellas las más afectadas con las actuales pensiones<sup>11</sup>.

La principal crítica al sistema actual de pensiones se refiere al bajo valor de una pensión promedio que alcanza los \$221.585, cifra que se encuentra muy por debajo de lo que una persona espera para su retiro, por otro lado personas que cotizaron más de 30 años lograron en promedio pensiones de \$449.753<sup>12</sup>, diferencia explicada principalmente por la baja densidad de cotizaciones que presenta el sistema, en el que cerca de un 60% de los pensionados cuenta con menos de 20 años de cotizaciones, como lo muestra la siguiente gráfica:

---

<sup>11</sup> Comisión Bravo, ANTECEDENTES DEL INFORME FINAL: CAPÍTULO 1

<sup>12</sup> Superintendencia de pensiones, febrero 2018, <https://www.spensiones.cl/apps/centroEstadisticas/paginaCuadrosCCEE.php?menu=sci&menuN1=pensypape&menuN2=penspag>



Fuente: Superintendencia de pensiones, febrero 2018

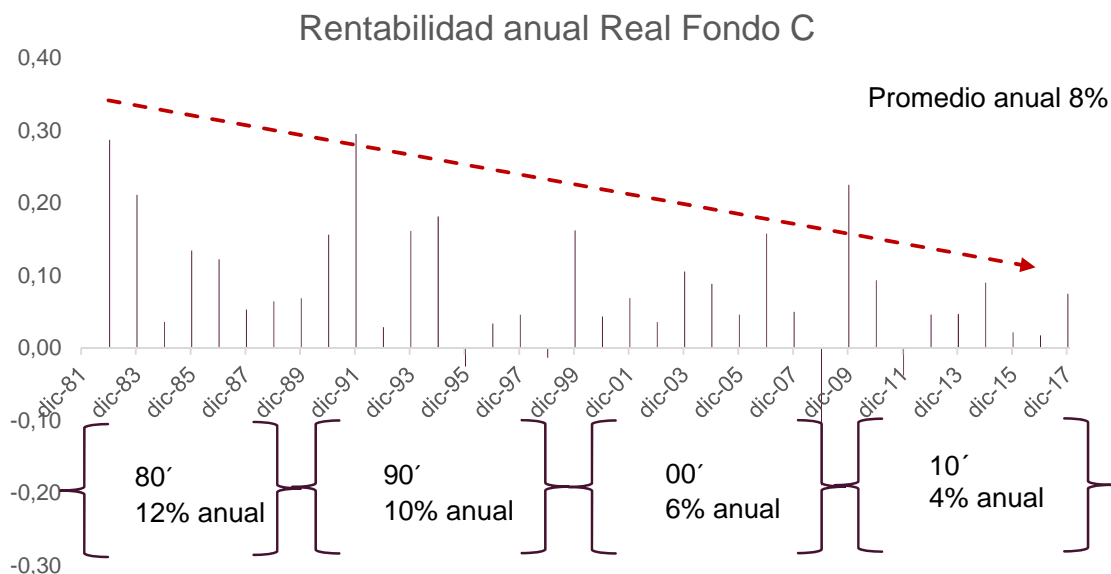
El sistema entrega modestas pensiones a personas de ingresos medios, producto de la baja edad de jubilación, a causa del empleo por cuenta propia, el empleo informal y el desempleo o la inactividad que reduce las pensiones<sup>13</sup>, sumado a los escasos ahorros acumulados a lo largo de vida laboral, producto de la mínima educación financiera del país.

El sistema no ofrece beneficios adecuados para una gran proporción de jubilados. Los bajos períodos y tasas de cotización son las principales razones. Además, las contribuciones no se han ajustado al aumento de la esperanza de vida, que se espera que aumente en 5 años al 2050. La cobertura de los trabajadores es demasiado limitada y el pilar de solidaridad no está proporcionando pensiones mínimas adecuadas<sup>14</sup>.

Adicional a lo mencionado, como podemos apreciar en el a siguiente grafica una tendencia bajista en las rentabilidades del sistema de pensiones a largo plazo.

<sup>13</sup> Economics Suvey OCDE, Febrero 2018 pp 29.

<sup>14</sup> FMI, 2016.



Hemos visto en las últimas décadas una baja sostenida en el rendimiento de las inversiones, lo que sin duda genera un impacto en el monto de las pensiones. Cabe recordar que un punto más de rentabilidad durante toda la vida activa de un trabajador puede aumentar en 25% el monto final de su pensión<sup>15</sup>. Este punto es bastante preocupante, pues una baja importante a largo plazo significa una baja considerable en las futuras pensiones. Ahora bien, es de esperar que a medida que a medida pasa el tiempo los activos de inversión comunes se vuelvan más demandados, y en virtud de esta competitividad las rentabilidades tiendan a la baja. En consecuencia, esto, es importante tener a la vista nuevas posibilidades de inversión con el fin de explotar nuevas oportunidades.

Por otro lado, al igual que todo el mundo Chile ha presentado un aumento en sus expectativas de vida, se espera que estas continúen creciendo los próximos años, esto plantea un desafío para el sistema de pensiones, pues prolongar el tiempo pagos de las pensiones generando dificultades en el diseño y mantención del sistema de pensiones. Como sabemos nuestro sistema de pensiones actual fue desarrollado ya hace 35 años, escenario en el cual las expectativas promedio de los hombres y mujeres era totalmente distinta a las de hoy en día.

<sup>15</sup> Superintendente de Pensiones, Osvaldo Macías, <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-11311.html>.

Solo para tener un poco de sensibilidad respecto a este punto se puede considerar las ultimas actualización de las tablas de mortalidad elaboradas por las SP y La SVS aumentaron en 1 año y 2 meses más para la esperanza de las mujeres y en 7 meses para los hombres, todo esto con respecto a la tabla de mortalidad anterior, dejando la esperanza de vida en 90.31 y 85.24 para mujeres y hombres respectivamente. Estos pequeños ajustes significaron una disminución en las pensiones de aproximadamente 2.2% y 2.1% para Mujeres y Hombres, respectivamente<sup>16</sup>.

Si a la situación actual le incorporamos el impacto del aumento de la longevidad, no solo es claro que existirá una disminución considerable en los montos de las pensiones futuras, sino que también las personas que se encuentran en los límites inferiores de la distribución será los más afectados, pues obtendrán pensiones muy por debajo al sueldo mínimo, esto podría provocar que el fondo solidario sea insuficiente obligando al estado a aportar. En resumen, el aumento de longevidad afecta directamente a cada persona, debido a que cualquiera sea el monto ahorrado en la vida laboral, este deberá financiar una cantidad mayor de años, lo que se traduce en mayor cantidad de cuotas.

Esto ha originado que algunas personas y organizaciones planteen que se debe volver al sistema de reparto, con el objetivo de obtener mejores pensiones que las que se están obteniendo por el sistema actual. Mientras que otros arguyen que esto estaría lejos de ser una solución de fondo, siendo beneficioso solo para los actuales jubilados pero nefasto para las futuras pensiones.

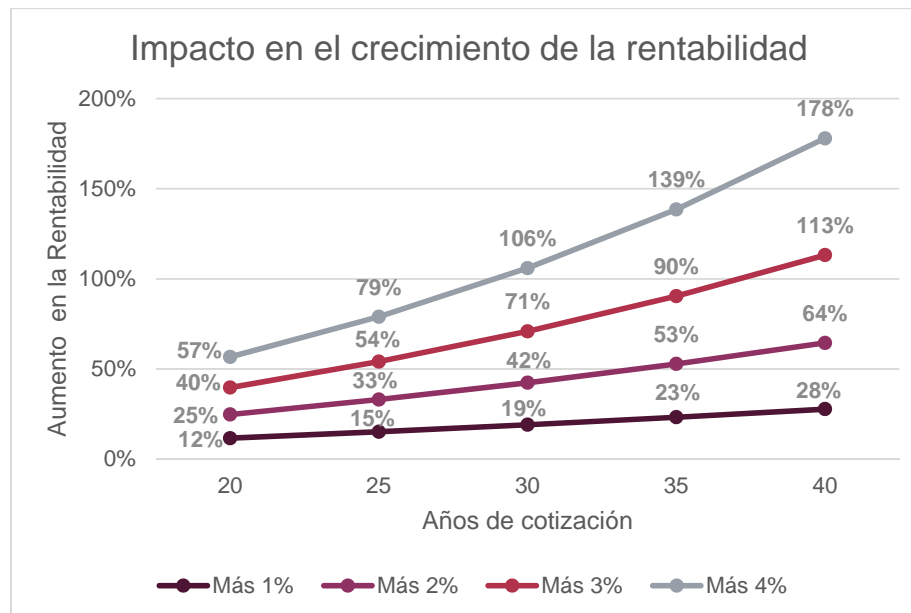
Si bien es un sistema de ahorro en el que la cantidad que ahorramos impacta mucho en el saldo a la hora de jubilar, es la rentabilidad el factor que hace crecer las pensiones, siendo la continuidad laboral y la falta de cotizaciones los principales causantes del monto de la jubilación.

---

<sup>16</sup> <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-10846.html>, Superintendencia de Pensiones.

## 1.4 Cuánto mejorará la rentabilidad en virtud de la rentabilidad

Un elemento determinante del monto a recibir a la hora de jubilarse es la rentabilidad obtenida en las inversiones que se efectúan con los ahorros de los cotizantes. En este sentido, el trabajo de Berstein, Fuentes y Torrealba (2010), destaca que un punto porcentual de mayor rentabilidad a lo largo de la vida de un trabajador puede representar en torno a un 30% de mayor pensión<sup>17</sup>. Para comprender los efectos de un aumento marginal en la rentabilidad, a continuación, se presenta un gráfico que nos muestra el impacto en la rentabilidad para distintos años de cotizaciones, tomando como base la realidad de rentabilidades de la última década (cerca de 4%).



Fuente: Elaboración propia

Con este gráfico no solo podemos observar que aumentar un 1% puede llegar a significar un aumento de un 28% en las pensiones de los cotizantes, sino que el efecto de cada punto porcentual adicional representa un aumento exponencial la jubilación de los cotizantes. Mejores rentabilidades, incluso pequeñas variaciones de 100 a 200 puntos base, abren un

<sup>17</sup> Solange Berstein, Olga Fuentes y Nicolás Torrealba, Sistema de Pensiones de Capitalización Individual, pp7, 2010.

mundo de posibilidades, mitigar los efectos del aumento de esperanza de vida, jubilarse a una edad más temprana, disminuir la cotización necesaria para mantener la pensión actual u otorgar pensiones mayores, manteniendo los demás factores constantes (Ceteris Paribus), en contra partida una disminución en la rentabilidad podría resultar nefasto. Por su parte la Asociación de AFP, establece que en un horizonte de cuatro décadas un punto de mayor retorno se traduce en 27,4% de mayor pensión. Esto marcaría la diferencia entre recibir \$ 500 mil o \$ 637 mil de pensión.

De igual manera, todo esto dependerá en gran medida de la densidad laboral del cotizante, puesto que un 1% de aumento marginal en la rentabilidad para una persona que ha cotizado por 40 años significa una 28%, pero si solo ha cotizado por la mitad de los años el aumento marginal solo representa un aumento de un 12%.

Finalmente, es vital entregarles constantemente nuevas posibilidades de inversión a las AFP, de tal manera que le permitan contar con mayores oportunidades en pro de incrementar la rentabilidad marginal en los fondos, como también promover el mercado laboral con la finalidad de mejorar la densidad de cotizaciones.

En la discusión actual se plantea aumentar la cotización para otorgar pensiones dignas, pero poco se discute respecto a mejorar la rentabilidad para lograr este mismo objetivo. Aumentar la cotización tiene costos tales como disminuir el ingreso líquido y poner impuesto al trabajo afectando al mercado laboral.

Para aumentar la rentabilidad con las carteras actuales, dadas las restricciones ya establecidas es necesario aumentar el riesgo de cada cartera. este trabajo busca evaluar la posibilidad de aumentar la rentabilidad por medio de la diversificación por medio de los activos alternativos, que dé a la literatura presentan bajas correlaciones con los activos tradicionales y un premio por liquidez. Esto nos podría auspiciar un aumento en la frontera eficiente.

## 1.5 Nueva Ley

En el contexto de un malestar público con respecto a las pensiones, y de los efectos negativos que distintos organismos han identificados, como es el caso de la disminución de las rentabilidades y el aumento de la esperanza de vida, se propone modificar la norma de inversiones con el fin de plantear una solución en las pensiones a largo plazo, postulando incrementar la rentabilidad de los fondos de pensiones por medio de la inclusión de fondos alternativos a lo porfolios ya existentes:

### **Regulación**

La norma establece límites para cada uno de los multifondos por distintos conceptos, tanto individuales como grupales, entre ellos:

- Inversión en Bonos soberanos chilenos (Tesorería, Banco Central)
- Inversión extranjera
- Inversión variable o fija
- Clasificación de riesgo
- Inversión restringida
- Tipo de moneda
- Cobertura
- Porcentaje del patrimonio

A continuación, se muestra un resumen de los límites por Fondo de inversión:

	Límite Máximo				
	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
Bonos Soberanos Chilenos	40%	40%	50%	70%	80%
Inversión extranjero-conjunta			80%		
Inversión extranjera (individual)	100%	90%	75%	45%	35%
Deuda extranjera sin cobertura	50%	50%	50%	50%	50%
Títulos restringidos	20%	17%	14%	10%	0%
Renta Variable	80%	60%	40%	20%	5%
Renta Variable Mínimo	40%	25%	15%	5%	0%
Activos Alternativos	10%	8%	7%	6%	5%
Bonos Canjeables	30%	30%	10%	10%	3%
Préstamos y Mutuo nacional	15%	15%	15%	15%	15%
Préstamos y Mutuo internacional	1/3 Inv Extr	1/3 Inv Extr	1/3 Inv Extr	1/3 Inv Extr	1/3 Inv Extr
Acciones restringidas	20%	17%	14%	10%	0%
Cuotas y promesas de FI	2%	2%	2%	2%	2%
Ovenight + Time Deposit	2%	2%	2%	2%	2%
Moneda extranjera	5%	5%	5%	5%	5%
Capital Privado	7%	6%	5%	3%	2%

En el cuadro se muestran en color negro aquellos ítem que se agregaron con la inclusión de los fondos no tradicionales.

Existen otros límites, sin embargo, se agregaron aquellos que se definieron como relevantes para el contexto de esta tesis.



## 1.6 Comparativo regulatorio

Al revisar las regulaciones de otros países podemos notar que se permiten un monto mayor en inversiones en activos alternativos que lo que proponen la nueva ley. La experiencia registrada en distintos países indica que ampliar los instrumentos de inversiones permiten mejorar la rentabilidad. En la actualidad gran parte del portafolio está invertido en bonos estatales de corto plazo<sup>18</sup>, los cuales tienen menor tasa que los bonos de largo plazo y no se ajustan al perfil de los ahorrantes, lo cual perjudica directamente a sus futuras pensiones. Desde el punto de vista de la diversificación, si bien se está invirtiendo en instrumentos “seguros”, no existe ningún activo que sea libre de riesgo y más importante aún se transan en el mercado secundario, por lo que su precio puede disminuir lo cual es un riesgo al momento de jubilar.

La intención de la regulación es regular el riesgo de los fondos, pero hacerlo regulando los instrumentos de manera individual, discrepa con la teoría financiera que sugiere invertir de manera diversificada, lo que incluye ampliar la clase de instrumento donde invertir, tal como se señala en el informe de “Pensions Markets in Focus”<sup>19</sup>. Las regulaciones deberían poner límite al nivel de riesgo que toman los fondos de pensiones y fiscalizar que lo cumplan. Una visión global nos dice que en la medida que los límites normativos se flexibilizan los retornos aumentan, es el caso que encontraron Snirivas y Yermo (1999) quienes encontraron que el desempeño de los fondos de pensiones de Estados Unidos aumentó luego de suavizar los límites en los años 1980s<sup>20</sup>. Hacer una reforma a la normativa de inversiones y flexibilizarlas podría no ser suficiente, deben ir acompañado de otras medidas, por ejemplo, en Chile si bien el mandato que tienen los fondos es maximizar la rentabilidad, los incentivos que tienen no están orientados en esa línea.

---

<sup>18</sup> Fiona Stewart Romain Despalins Inna Remizova, “Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification”, pp2, Julio 2017.

<sup>19</sup> Pension Markets in Focus 2017, pp7.

<sup>20</sup> Srinivas y Yermo ‘Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance?’, 1999.

Las regulaciones que han avanzado en incluir activos alternativos tienen distintas aprensiones y diferentes focos por lo que han fomentado distintos sectores y subsectores en donde poder invertir. A modo de Ejemplo “los fondos españoles han privilegiado la inversión en inmuebles comerciales con el propósito de mitigar los riesgos asociados a valorización y liquidez. Por otra parte, los fondos de pensiones de Kazajstán han considerado que el mercado de vivienda habitacional es el segmento más atractivo dado que conlleva el mayor retorno de la inversión”<sup>21</sup>. Por su parte en nuestro país la normativa a privilegiado el capital privado extranjero por sobre el nacional, debido a la profundidad y experiencia que tienen en el exterior. Por parte de las inversiones en inmuebles, en Chile solo se considera las inversiones no habitacionales, para evitar riesgos reputacionales en caso de embargo a la propiedad de uno de sus cotizantes. Si bien tiene sentido esto, es importante tener en consideración que el foco de las AFP es maximizar la rentabilidad, por lo que evitar este riesgo reputacional está en segundo plano.

La normativa extranjera también se hace cargo de otros riesgos como el político, impidiendo que autoridades aprovechan su poder para financiar sus propias empresas o en los casos de licitaciones de infraestructura modifiquen los precios en pro de su beneficio; También se hace cargo del riesgo de liquidez entre otros. Como sabemos el riesgo de liquidez es muy importante a la hora de invertir en fondos alternativos, generando problemas para el rebalanceo en carteras e incluso impagos al tener que liquidar posiciones a un precio inferior para generar caja en un momento.

Comparando las regulaciones al 2010 de Bulgaria, Bolivia, Colombia, Costa Rica, El Salvador, España, Kazajstán, México, Panamá, Perú, Polonia, República Dominicana, Rumania, Ucrania y Uruguay, se observa que todas contemplan las inversiones en instrumentos específicos. En el siguiente cuadro se compara los mecanismos de inversión según el país::

---

<sup>21</sup> FIAP, serie regulaciones comparadas, pp 6, diciembre 2011

		Bolivia	Bulgaria	Chile	Colombia	Costa Rica	El Salvador	España	Kazajistán	México	Panamá	Perú	Polonia	Rep. Dominicana	Rumania	Ucrania	Uruguay
Renta Fija	Hipotecarios (Créditos, Letras, Bonos)	X	X	X		X	X		X	X	X	X	X				X
	Bonos		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
	Bonos Convertibles			X		X	X	X									
	Valores estatales o con aval del Estado		X			X	X		X	X	X	X	X			X	
	Títulos garantizados	X		X	X	X	X		X	X	X		X				X
	Titularizaciones	X		X	X	X	X		X	X	X		X				X
Variable	Acciones	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
	Fondos de Inversión	X		X		X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X
Activos alternativos	Fondos de Capital Privado			X				X			X						
	Capital de riesgo				X		X	X		X							
	Bienes inmuebles		X				X	X		X							
	Capital de Desarrollo				X			X		X							

Fuente: Elaboración propia<sup>22</sup>

Desde las normativas de los países analizados, se observa que todas comparte que privilegian las inversiones en emisiones estatales o garantizadas por el estado por sobre las demás inversiones. Es por eso que la rentabilidad de los fondos de cada país estará explicada en gran medida por el desempeño de sus bonos soberanos.

Es interesante señalar la normativa colombiana, la cual establece límites de riesgo de la cartera definiendo un riesgo equivalente por tipo de instrumento y la calidad crediticia del emisor, lo cual se acerca más a la teoría de Porfolio Markowitz en comparación a la normativa chilena que establece límites por instrumentos sin importar el riesgo del emisor siempre y cuando sea grado de inversión. Sin embargo, las regulaciones no se hacen cargo de tener carteras con instrumentos con baja correlación, lo miden de manera individual, cuando debiese ser de forma conjunta, porque el riesgo de una cartera es distinto al riesgo de la suma ponderada de los activos que la componen.

<sup>22</sup> Para crear este cuadro se utilizaron el informe de la FIAP "Fondos de pensiones: Inversiones en Vivienda e Infraestructura" y se complementó con la normativa peruana, "Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de Fondos de Pensiones" y colombiana a través del Decreto 2555 de 2010.

## 1.7 Rentabilidad fondos alternativos

Hay una creencia generalizada, que los fondos alternativos presentan rendimientos superiores a los activos tradicionales<sup>23</sup>, pues se espera que estos presenten una rentabilidad nominal mayor a la de los tradicionales debido a que este tipo de activos cuenta con un premio por liquidez, característica que se ajustan bastante al horizonte de inversión de largo plazo de los fondos de pensión, pensando que un trabajador cotiza por cerca de 30 años antes de comenzar a recibir su pensión. Los retornos ajustados por riesgo de los fondos de pensiones pueden mejorar considerablemente si se permite la inversión en activos alternativos. Estos activos han generado excesos de retorno respecto de los mercados públicos, porque explotan mandatos amplios, oportunísimos y generalmente menos líquidos, con lo que generan una atractiva potencial rentabilidad ajustada por riesgo y con correlaciones bajas a los mercados donde hoy invierten las AFPs<sup>24</sup>.

Hoy no se justifica y es hasta irresponsable, según la opinión de algunos columnistas, que los jóvenes tengan una limitación en la inversión de sus futuras pensiones, ya que deben invertir solo en activos convencionales, lo que representa en la actualidad un tremendo coste de oportunidad, ya que sus inversiones dejan de rentar lo que podrían hacer con la inversión en nuevos activos alternativos, y por ende sacrifican una mayor pensión para los jubilados de un futuro<sup>25</sup>. Por las características de los fondos alternativos, es bastante razonable que los jóvenes, que cuentan con los horizontes de inversión más largos tengan la posibilidad de contar con una mayor proporción de fondos alternativo.

En los últimos 20 años los retornos medios anuales de los fondos y fundaciones que invierten al menos un 15% en activos, son superiores en un 1,8% a los que invierten menos de 5%<sup>26</sup>. Esto se debe principalmente a la falta de liquidez de estos fondos, siendo menos líquidos que las acciones o los bonos por lo que es muy costoso salirse, por lo tanto, sería ineficiente para los fondos de pensiones como están planteados en la actualidad, donde las personas se

---

<sup>23</sup> Phalippou y Gottshalg, pp1, 2009.

<sup>24</sup> Comisión Bravo, propuesta 24, pp 125, 2015.

<sup>25</sup> Mensaje a la comisión Bravo, Economía y Negocio Online, Arturo Cifuentes, 2014.

<sup>26</sup> Cambridge Associate "The 15% frontier"

pueden cambiar de fondo cuando lo estimen conveniente y sin ningún costo asociado, liquidar su posición a valor cuota del fondo. En ese sentido, este tipo de activo requiere de una modificación, donde las personas puedan entrar o salir libremente de un fondo con activos alternativos, asumiendo los costos asociados al cambio o esperando un tiempo adecuado hasta liquidar las posiciones. Narasimhan Jegadeesha,C, Roman Kräusslb y Joshua Polleta (2009) concluyen Tanto los fondos de capital privado cotizados como los no cotizados tienen betas de mercado cercanas a uno y un factor positivo en el factor Fama-French SMB. Los rendimientos de los fondos de capital privado se correlacionan positivamente con el crecimiento del PIB y se correlacionaron negativamente con el margen de crédito<sup>27</sup>. esto significa que no pueden ser explicado por el comportamiento del mercado, el agregar estos activos nos permitiría desplazar nuestra frontera eficiente consiguiendo mayores rentabilidades al mismo nivel de riesgo o la misma rentabilidad con un menor riesgo.

---

<sup>27</sup> Narasimhan Jegadeesh, Roman Kräussl and Joshua Polleta, "Risk and Expected Returns of Private Equity Investments: Evidence Based on Market Prices".

### 1.8 Costos asociados en los Fondos de incluir fondos alternativos

Los costos de incluir fondos afectan la rentabilidad obtenida de los ahorrantes, por lo que es importante cuantificar su efecto.

Los fondos, para poder transar activos alternativos, deben contratar o pagar asesorías de especialistas de activos alternativos como también contar con los recursos humanos pertinentes para manejar este tipo de activos. Además, los fondos alternativos manejan sus activos involucrándose muchas veces en los proyectos. Todos estos costos adicionales incrementan los gastos que se le terminarían por cobrar a los cotizante. Por lo tanto, los más jóvenes a quienes les interesa más la comisión que la rentabilidad, buscarían aquellos fondos de menores gastos.

En general los fondos privados tienen costos de administración que varían entre 1,5%-2,5% y comisiones por desempeño en torno al 20%. En Chile los Fondos Mutuos cobran cerca de un 4% y son de los más caros de la OCDE<sup>28</sup>.

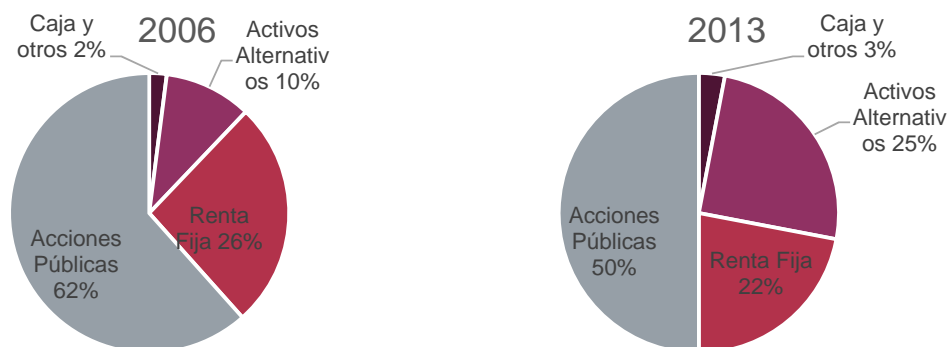
---

<sup>28</sup> Presentación organizada por FIAP, pp84.

## 1.9 Crecimiento mundial de los fondos alternativos

Las inversiones alternativas han crecido de manera vertiginosa, hasta convertirse en una parte importante del total de inversiones financieras.

Hay varias razones para este crecimiento. A continuación, se exponen las principales causas del incremento de este tipo de activos:



Fuente: Informe Cliff Water del año 2014 referido a la Asignación y Desempeño de los Activos de las Pensiones del Estado. Presenta los datos de los fondos estatales de Estados Unidos.

### 1. La alta correlación de los activos tradicionales.

La gestión de activos se ha vuelto cada vez más común, en la gestión de portafolios es frecuente construir carteras de activos globales, lo que ha llevado a que los mercados estén cada vez más integrados. Lo que implica alta correlación entre los activos que conforma una cartera.

En un mercado integrado, lo diferente, lo menos correlacionado, son los diferentes sectores entre sí, no los diferentes países. La inversión se realiza, sobre todo en Europa, cada vez de forma más sectorial, no geográfica, es decir, se decide invertir en los bancos o en telecomunicaciones, independientemente de si son franceses, españoles o alemanes<sup>29</sup>. La tendencia a mercados integrados limita considerablemente las posibilidades de diversificación en las carteras, volviéndose una necesidad la búsqueda de activos poco correlacionados en el mercado.

<sup>29</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp257

Todo inversor busca carteras muy diversificadas, donde se minimice la volatilidad. Para conseguir una diversificación eficiente es muy importante introducir en las carteras activos poco correlacionados entre sí. Por lo anterior sabemos que los activos traicionales cada vez están más correlacionados, a causa de la globalización de los mercados financieros, por lo que la inclusión de activos alternativos se vuelve una buena manera de aumentar la el rendimiento de las carteras desde el punto de vista de rentabilidad en virtud de riesgo.

## **2. Los documentos académicos hacen más comprensible la gestión alternativa y muestra sus ventajas.**

Desde hace más de una década son numerosas las publicaciones de documentos académicos y los análisis e informes de bancos de inversión americanos y europeos que destacan las ventajas que supone en términos de diversificación, añadir activos a una cartera tradicional de renta fija y variable como son los fondos de cobertura o capital de riesgo<sup>30</sup>. Esto no da cuenta que existen inversores con alta experiencia en la inversión de este tipo de activos, como también apoyo académico que nos da pie de comprender qué tipo de aprensiones o consideraciones hay que tener a la hora de diversificar las tus carteras con fondos alternativos, sin que esto sea un riesgo no gestionado.

## **3. Entorno de tipos de intereses bajos tras el estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000.**

A raíz del fin de la burbuja tecnológica los Bancos Centrales de Europa y Estados Unidos decidieron comenzar una senda bajista de tipos de interés. El entorno de intereses bajo forzó a muchos inversores a sustituir renta fija por otro tipo de inversiones con un mayor potencial de retorno, como es el caso de las inversiones alternativas. Lógicamente, con menores tipos de interés, el costo de oportunidad de sustituir activos tradicionales de renta fija por otros activos como fondos de cobertura o capital de riesgo, era más reducido<sup>31</sup>.

Este entono de tipos muy reducidos, que no desapareció completamente desde el 2001, se vio reforzado con la crisis subprime a partir del 2008, donde los Banco Centrales de Europa y Estados Unidos decidieron tener una política monetaria muy expansiva.

---

<sup>30</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 257

<sup>31</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 258



## 2 ¿Que son los Fondos Alternativos?

Los fondos alternativos son todos aquellos instrumentos que no están dentro de los activos tradicionales, en el caso de las administradoras de pensión esto sería mucho más amplio.

Aunque no existe una definición universal otra manera de definirlos es como aquella inversión orientada a obtener retornos positivos en cualquier entorno de mercado. Estos retornos suelen tener una baja correlación con el comportamiento de los activos financieros tradicionales.

En este capítulo se presentarán las principales clases y tipos de inversiones alternativas.

En los últimos años la inversión alternativa ha presentado un crecimiento exponencial. La explicación a este fenómeno hay que buscarla en la creciente presencia de los inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones y otros) en los mercados de valores. Actualmente, el cliente minorista tiene una influencia en los mercados más bien escasa. El gestor profesional tiende a construir carteras de valores más globales, lo que ha llevado a que los mercados estén cada vez más integrados. A mayor integración de los mercados se presenta una mayor correlación entre ellos.

En este nuevo entorno de altas correlaciones entre los diferentes mercados de los países desarrollados, los inversores institucionales, tales como los planes de pensiones, han buscado alternativas de inversión que les ofrezcan rendimientos atractivos, junto con una baja o nula correlación con los activos tradicionales de sus carteras (renta variable y renta fija). Incluir activos con baja correlación en una cartera diversificada de activos la convierte en más eficiente, desde el punto de vista de rentabilidad y volatilidad.

Hay estudios académicos que han demostrado que incluyendo inversiones alternativas en las carteras de activos tradicionales (renta variable y renta fija) se pueden lograr resultados más eficientes.

La inversión alternativa es extremadamente heterogénea y no existe una clasificación universal, estos se pueden clasificar en activos reales, Hedge Funds, Commodities, Fondos privados, Capital de riesgo, Deuda Privada, productos estructurados y otros.

## 2.1 Capital de riesgo (Private equity)

El Private Equity se define como la inversión en títulos a través de un proceso de negociación. Por lo general las inversiones del capital riesgo son en acciones de empresas no cotizadas. La inversión en Private Equity es normalmente una estrategia activa de inversión en la que se incluyen transformaciones en la compañía, tratando de aportar valor agregado.

El capital riesgo requiere de habilidades muy específicas y diferentes para cada tipo de inversión. A diferencia de los Hedge Funds, la inversión en Private Equity suele tener un alto grado de iliquidez, unido a unas valoraciones con menor grado de transparencia, ya que la mayoría de las empresas en las que invierten los fondos de capital riesgo no están cotizadas.

El capital riesgo realiza la compra y venta de acciones de empresas mediante un proceso de negociación, lo que confiere una significativa diferencia con los fondos tradicionales de renta variable que compran y venden acciones cotizadas sin un proceso de negociación.

En la negociación para comprar una participación en una compañía, no sólo se discute el precio de compra, sino que existen otros muchos aspectos tales como la forma de pago, el tipo de acción (ordinarias, convertibles, preferentes...). En general, multitud de cláusulas que el comprador exige que se estipulen de modo que el equipo gestor de la compañía dirija la misma de una determinada manera.

Cuando un fondo de capital riesgo toma una participación en una compañía que no cotiza en bolsa, su objetivo es vender dicha participación con alta plusvalía. En este sentido, es clave planificar la salida de la compañía; de hecho, se dice habitualmente que el negocio del Private Equity está en la venta.

Existen tres formas en las que los gestores pueden salir de la compañía. El primero es sacar a la compañía a bolsa, momento en el cual el Private Equity suele deshacerse de su participación. La segunda es vender la participación a otro fondo de capital riesgo. Por último, es posible organizar una operación de venta; los grupos interesados en comprar la participación en la compañía pueden ser muy variados: los directivos, un grupo inversor, otra empresa del sector o un proveedor. A pesar de la iliquidez del capital riesgo, su crecimiento durante los últimos lustros ha sido muy elevado, motivado en gran medida porque el Private Equity ha sido uno de los tipos de inversión más rentables.

El capital de riesgo está orientado a obtener retornos absolutos independientemente del comportamiento general de los mercados de valores. Este factor es muy importante puesto que la mayoría de la renta variable está estrechamente ligada a lo que hacen los índices de renta variable, Así el Private Equity presenta una baja correlación con el comportamiento de renta variable, permitiéndonos crear portafolios más diversificados y con mejor relación retorno volatilidad, mejorando el perfil de riesgo.

El Private Equity tiene una importante dimensión económica y emprendedora ya que fomenta la actividad empresarial y la innovación, sosteniendo a empresarios por medio de aportes de capital, contribuyendo implícitamente al PIB del país en que se invierte.

El capital de riesgo tiene una alta influencia sobre la dirección de la compañía y sobre la implementación de estrategias. Los gestores de fondos de capital de riesgo buscan normalmente una participación en la dirección estratégica de la compañía.

Existen tres aspectos en los cuales el Private Equity no es una buena inversión para algunos inversores.

En primer lugar, la inversión de capital de riesgo presenta un horizonte de inversión a largo plazo, y goza de baja liquidez.

En segundo lugar, invertir en capital privado requiere contar con muchos recursos, especialmente si se compara con las compras de acciones cotizadas en bolsa.

Por último, los gestores de fondos de capital de riesgo deben tener una gran libertad para elegir dónde invertir. Por tanto, el gestor del fondo tendrá mayores facultades que las de los fondos tradicionales de renta variada.

Existen dos formas de clasificar el capital de riesgo, de acuerdo con el tipo de transacciones y la madurez de la compañía.

### **2.1.1 Clasificación por tipo de transacción**

**Capital de riesgo puro:** se conoce como “el negocio de hacer el negocio”. El capital de riesgo puro invierte en empresas que están desarrollando productos o servicios. Se adquiere habitualmente cuando estas están en un estado de poca madurez, por lo que existe un gran potencial de incremento en sus resultados.

**Buy-Out:** El Buy-Out consiste en tomar grandes participaciones de una empresa, para de esta forma tomar el control de la misma, habitualmente esta estrategia considera un cambio de un propietario en la empresa.

A diferencia del capital de riesgo puro, el Buy-Out tiene como objetivo empresas mucho más consolidadas, con negocios estables y en buena situación financiera, sin la necesidad de hacer grandes inversiones en el futuro. Suele ser común, que la empresa adquirida genere importante cantidad de flujo de caja, ya que la mayoría de los Buy-Out se financian con un alto apalancamiento. Así mismo, para realizar un Buy-Out es posible que sea necesario mejorar a la empresa, bien sea reduciendo los costos por medio de una producción más eficiente, recortando gastos de estructura o cualquier otro medio.

Existen tres tipos de Buy-Out de alta relevancia, en primer lugar, tenemos El management Buy-Out (MBO) es cuando el equipo directivo de una compañía adquiere la mayoría de la misma, sacándola así de sus propietarios. En segundo lugar, tenemos management buy-in (MBI) que es cuando gestores externos toman control de la compañía. Finalmente, el Leveraged Buy-Out (LBO) se realiza de forma apalancada, el préstamo será devuelto principalmente con los flujos de caja que generará y a la vez garantizará el préstamo con sus activos.

**Situaciones especiales:** Se entiende por situaciones especiales un amplio conjunto de activos en los cuales un *Private equity* puede invertir. Algunas veces esto incluye la inversión en deuda subordinada, entre la que destaca la deuda mezzanine, donde el tenedor de la deuda busca una apreciación de su inversión por la existencia de figuras de conversión, tales como derechos, warrants u opciones.

### 2.1.2 Clasificación por madurez de la compañía

**Etapa de semilla:** La financiación se utiliza para la investigación, valoración y desarrollo de una concepción inicial antes de que el negocio haya alcanzado su fase de arranque. Los inversionistas que apuestan por aportar en fondos en esta etapa por lo general provienen del entorno cercano del emprendedor, por lo conocido que es el producto o el servicio.

**Etapa de arranque:** En esta etapa el financiamiento va dirigido al desarrollo de un producto y al marketing inicial. En este momento el producto o servicio no está comercializado, ni obteniendo beneficios por lo que esta etapa debe ser lo más breve posible.

**Etapa de desarrollo:** La financiación va orientada a facilitar el crecimiento y la expansión de la compañía. La mayoría de las empresas en esta etapa cuentan con retornos cercanos a cero y la mayoría de las empresas que se encuentran en esta etapa necesitan capital para financiar el incremento de producción, el desarrollo de un producto o mercado y proveer capital circulante adicional.

**Capital de sustitución:** el capital de sustitución normalmente se refiere a la compra de acciones de otros inversores. También se entiende por capital de sustitución a la reducción de apalancamiento gracias al refinanciamiento de la deuda.

## 2.2 Inmobiliario (Real Estate)

Los fondos de inversión inmobiliaria son instituciones de inversión colectiva cuyas carteras están fundamentalmente compuestas por inmuebles. Puede haber fondos inmobiliarios cerrados o abiertos. Los cerrados solo permiten la suscripción de participaciones del fondo durante un periodo de tiempo determinado, y posteriormente el dinero es devuelto a los inversores en la medida en que cartera de inmuebles sea adjudicada.

Por otro lado, los fondos inmobiliarios abiertos ofrecen liquidez periódica al inversor, para lo que es necesario que la cartera del fondo inmobiliario tenga un porcentaje elevado de inversiones líquidas (normalmente se invierte en títulos de renta fija con baja duración).

Los fondos inmobiliarios en los últimos tiempos adquirieron un protagónico crecimiento. La mayoría de la inversión inmobiliaria corresponde a personas físicas que adquieren inmuebles para su uso o para alquiler, o algunas instituciones, tales como los fondos de pensiones o compañías aseguradoras. Construir una cartera de inmuebles diversificadas requiere un enorme desembolso de dinero, debido a que cada mercado inmobiliario es muy diferente, no solo existe gran diversidad de los activos, sino que cada región o ciudad pueden estar en puntos diferentes del ciclo inmobiliario<sup>32</sup>. Por lo tanto, para invertir en estos instrumentos es necesario contar con especialistas con alto conocimiento de estos instrumentos, con el fin de solventar gran parte de los inconvenientes que se pudieran presentar en la administración de estos activos.

---

<sup>32</sup> Inversiones Alternativas: Otras formas de invertir, pp3950

### 2.2.1 Características de la inversión inmobiliaria

A continuación, se describirán características favorables y desfavorables de la inversión en activos inmobiliarios.

**Posibilidad de apalancamiento:** En el uso de apalancamiento es muy frecuente y de fácil autorización por parte de las identidades financieras. Es importante tener en consideración que históricamente las entidades crediticias han sido más proclives a entregar financiamiento cuando hay una garantía de un activo inmobiliario.

**Cobertura contra la inflación:** Los activos inmobiliarios suelen incrementar su valor frente a un aumento en la inflación, por lo que contar con activos inmobiliarios suele ser una buena cobertura inflacionista.

**Generación estable de flujo de caja:** Los arriendos de los activos inmobiliarios nos otorgan flujos de cajas estables y seguros. Este es uno de los motivos por los cuales dichos activos son aptos a ser financiados por medio de apalancamiento.

**Falta de Liquidez:** Por las características propias de los activos inmobiliarios tienen un alto grado de liquidez, pues es difícil vender un activo en corto tiempo a un precio justo, aunque dependerá mucho de los factores de oferta y demanda en el momento de la venta.

**Dificultad en determinar el valor del activo inmobiliario:** La dificultad de determinar el valor de los activos viene ligada a la falta de liquidez del mercado. La forma más usual de valorar un inmueble es por el precio del mercado, esto es, determinar cuánto alguien podría pagar por el activo en cuestión. Dada esta situación muchos de los administradores de estos fondos valorizan los activos inmobiliarios mediante un descuento de flujo de caja, teniendo mucho sentido económico y financiero. No obstante, el resultado obtenido por descuento de flujo de caja puede diferir notablemente del precio real al que se puede vender determinado inmueble, ya que, un activo inmobiliario puede ser adquirido como inversión o por otras motivaciones<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> Inversión en fondos alternativos: otra forma de invertir, pp4002

**Construir carteras inmobiliarias diversificadas requieren una elevada inversión:** para obtener una cartera diversificada tanto por geografía como por tipo de inmueble es necesario contar con una cantidad importante de patrimonio.

**Necesidad de conocimientos específicos:** La inversión en activos inmobiliarios requiere conocimientos específicos, como: conocer leyes; firma de contratos; seguros de incendio y terremoto; pagar determinados impuestos; entre otros. Es esperable que para poder adquirir y explotar un inmueble es necesario más conocimiento que para la compra de acciones.

### **2.2.2 Vehículos de inversión Inmobiliarias**

Es importante tener en cuenta el vehículo de inversión por el que nos exponemos a activos inmobiliarios. Hay que considerar el producto que estamos buscando se encuentra cotizado o si este es privado. Se hace necesario analizar distintos tipos de variables como: la proporción de deuda, si el vehículo es abierto o cerrado, si este es monoactivo o multiactivo o si invierte en una zona geográfica en particular.

### **2.2.3 Inversión inmobiliaria directa**

Esta es una de las inversiones más tradicionales que se realizaban, consiste en la compra de diferentes inmuebles para arrendar y posteriormente vender.

Aun hoy gran parte de la inversión inmobiliaria se realiza de forma directa por grandes instituciones (compañías aseguradoras, planes de pensiones y otros) y grandes fortunas<sup>34</sup>.

Para realizar una inversión directa es necesario manejar conocimientos específicos del sector. Disponer de una cartera de inmuebles requiere asignar recursos destinados al seguimiento y cuidado de dichos activos. Para conformar una cartera diversificada es necesario contar con un gran patrimonio.

---

<sup>34</sup> Inversión en fondos alternativos: otra forma de invertir Pp 4047

#### **2.2.4 Fondos inmobiliarios abiertos**

Estos son fondos inmobiliarios abiertos a instituciones de inversión colectiva cuyo patrimonio está invertido mayormente en activos inmobiliarios. De estos se destaca que los fondos ofrecen una gran liquidez a sus inversores, en ocasiones esta puede llegar a ser diaria como es el caso de los fondos de inversión inmobiliaria alemanes. Para conseguir tal liquidez, fabrican carteras híbridas entre activos inmobiliarios y activos líquidos, por lo tanto, la liquidez se obtiene de estos últimos activos.

Los activos líquidos de la cartera se valoran de acuerdo con los precios del mercado, en cambio la valorización de los inmuebles, la valoración se realiza por medio de tasadores independientes, por lo general una vez al año.

Las rentabilidades de estos fondos provienen de tres factores: la rentabilidad de los activos líquidos, los alquileres de los inmuebles y las revalorizaciones de dichos inmuebles<sup>35</sup>.

#### **2.2.5 Fondos inmobiliarios cerrados**

Se denomina a un vehículo de inversión que puede contar con diferentes estructuras legales, destina la mayor parte de su patrimonio a invertir en activos inmobiliarios.

Son muy parecidos al capital de riesgo, con inmobiliario subyacente. Algunos lo llaman capital de riesgo inmobiliario. Al contrario de los fondos abiertos, no tienen descomposición de liquidez. La mayoría de este tipo de fondos tiene como estrategia de inversión la búsqueda de valor añadido y oportunidades, por lo que algunos abarcan muchos proyectos y otros uno solo<sup>36</sup>. Los fondos inmobiliarios cerrados tienen una forma de captar dinero similar al del capital de riesgo, esta es, que requieren invertir durante un periodo limitado de tiempo. A continuación, a medida que el fondo va comprando inmuebles este pide a los inversores el capital comprometido, y mientras que los inmuebles se van vendiendo, los inversores comienzan a recibir dinero.

---

<sup>35</sup> Inversión en fondos alternativos: otra forma de invertir pp 4217

<sup>36</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp470



### 2.2.6 REIT's (Real Estate Investment)

Los REIT's surgieron en Estados Unidos en el 1960, cuando el congreso decidió crear un marco legal que permitía al sector público beneficiarse de la inversión de las grandes compañías inmobiliarias. En 2001 los REIT's fueron incluidos en el índice S&P 500. Los REIT's son compañías que gestionan inmuebles comerciales destinados generalmente al arrendar (departamentos, oficinas, centros comerciales, almacenes, parques industriales, hoteles, resorts, centros de salud, etc.) También invierten en otras obligaciones o titulaciones cuyo colateral es un inmueble.

Los REIT's al estar normalmente cotizados en bolsa, presentan cierta correlación con los índices de mercado. A pesar de que, estos presentan un valor liquidativo que refleja el valor del mercado de los inmuebles que forman parte de la cartera, dicho valor puede presentar una gran diferencia con el valor de REIT, ya que vendrá determinado por la oferta y demanda del mercado, lo cual es reflejo de múltiples factores. Entre las obligaciones típicas de los REIT's están:

- Los ingresos deben provenir al menos de un 75% de arriendos.
- Distribuir un 90% de los beneficios en forma de dividendos entre accionistas.
- Tienen limitado el apalancamiento.
- Delimitan el accionariado, mínimo 1000 accionistas y los 5 mayores accionistas no pueden representar más del 50% del capital.

Los inversores particulares, a través de los fondos de REIT's pueden invertir en el sector inmobiliario con liquidez diaria, de la mano de los profesionales y con el colchón del alquiler actuando como dividendo. Se puede considerar esta inversión como la más prudente dentro de la categoría inmobiliaria y tiene una fuerte componente de diversificación<sup>37</sup>.

Según el tipo de inversión que llevan a cabo, los REIT's se puede segmentar en cuatro tipos de REIT's:

**Equity REIT's:** Son compañías tradicionales que tienen una alta gama de actividades incluyendo los leasings, transformaciones de propiedad y servicio de arriendo. Estos poseen activos propios, dichas propiedades no son mera tendencia sino transformación y se explota.

---

<sup>37</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp473

**Mortgage REIT's:** Se dedican a prestar dinero a los propietarios de los inmuebles, comprar préstamos.

**Hybrid REIT's:** Son REIT's que invierten parte de su patrimonio como los Equity REIT's y parte como los mortgage REIT's

**Private REIT's:** Son vehículos similares al capital de riesgo, pero con características propias de los REIT's (política de dividendo, limitación de apalancamiento)

## 2.3 Materias Primas (Commodities)

Las materias primas son recursos naturales extraídos de la naturaleza que se transforman para elaborar materiales que más tarde se convertirán en un bien de consumo. La inversión en materia prima es muy heterogénea, debido a que incluye diversos productos donde la oferta y demanda se mueve por diversos factores.

Las razones para incluir materias primas en una cartera de un inversor son muy variadas entre existen cuatro principales razones. En primer lugar, las materias primas pueden ser una protección contra la inflación; en presencia de subidas generalizadas de precios, estas pueden entregar una ayuda para conseguir mantener el poder adquisitivo.

En segundo lugar, algunas materias primas pueden actuar como un refugio ante crisis económicas o bursátiles. El oro ha sido históricamente el refugio por excelencia, y los datos históricos muestran que cuando se han producido grandes caídas en las bolsas mundiales, el oro ha presentado una tendencia alcista, lo que le confiere ser un “seguro de desastres”. En muchas ocasiones las materias primas tienen un efecto positivo ante desgracias mundiales y eventos de riesgo: guerras; inundaciones; sequías; ciclones<sup>38</sup>.

En tercer lugar, existen *hedge funds* que aprovechan los mercados de materias primas para obtener beneficios mediante el seguimiento de tendencias. Muchos de los fondos de cobertura toman estrategias de futuros o CTAs (commodity trading advisors), tomando posiciones largas y cortas en diferentes futuros financieros, fundamentalmente de materias primas, tratando con ello de identificar tendencias que se producen en estos mercados.

Por último, muchas materias primas presentan un bajo grado de correlación con los activos tradicionales de renta fija y variable; incluso dentro de las materias primas las correlaciones son en muchos casos bastante reducidas. Por lo tanto, la adquisición de las materias primas para una cartera mixta de bonos y acciones puede mejorar dicha cartera en términos de rentabilidad y riesgo.

La inversión en commodities puede hacerse por tres vías: compra directa de la materia prima; compra de futuros sobre materia prima concreta o un índice de la materia prima y por último,

---

<sup>38</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 427

mediante la adquisición de compañías en bolsa cuyo precio esté ligado al comportamiento de la cotización de la materia prima.

### 2.3.1 Consideraciones de los commodities

Las materias primas se diferencian de los activos tradicionales por tres características:

**Valoración:** A diferencia de los activos tradicionales, donde la renta variable y la renta fija cuentan con flujos de caja en forma de interés o repartos en forma de dividendos y los inversores valoran con descuentos de flujos. Las materias primas no presentan flujos de cajas, por lo que, los métodos tradicionales de valoración no son aplicables, explicándose el precio por la oferta y demanda que muestra el mercado.

**La aplicación de modelos tradicionales:** Los modelos tradicionales como el caso del CAPM no se pueden aplicar fácilmente a las materias primas, este postula que el riesgo puede ser sistemático y no sistemático, y el inversor solo es compensado por el riesgo sistemático. En las materias primas no es posible separar la diferencia entre riesgo sistemático y no sistemático. Los precios de las materias primas se mueven por oferta y demanda y no por la prima de riesgo.

**Estructura Global de los mercados de materias primas:** Debido a que el precio de las materias primas se determina por la oferta y demanda global, no es posible conseguir diversificación internacional, como lo puede hacer con los activos tradicionales.

El precio de las materias primas es comúnmente determinado en dólares, por lo que, si dos países demandan cierta materia prima, en teoría en los dos países se podría comprar prácticamente al mismo precio.

Las materias primas cuentan con un alto potencial de diversificación para inversores de activos tradicionales. Los principales puntos por enfatizar son los siguientes:

- Añadir materias primas a una cartera reduce el riesgo.
- Las materias primas son una mejor cobertura contra la inflación que la renta variable y los activos inmobiliarios.
- Añadir materias primas en una cartera mixta desplaza la frontera eficiente hacia la izquierda.

- Las materias primas están negativamente correlacionadas con los mercados desarrollados (son los principales consumidores)
- Algunos países emergentes tienen correlación positiva con las materias primas.

Las materias primas pueden presentar una correlación negativa con los activos tradicionales de renta variable y renta fija por las siguientes razones:

- La inflación tiene correlación positiva con las materias primas, pero negativa con la renta variable y los activos inmobiliarios. En Chile este último debería comportarse como las materias primas debido a que se valoran los activos inmobiliarios en UF (libre de inflación).
- El proceso productivo puede ser visto como el trade-off entre el costo de capital y el costo de la materia prima. Cuando uno cae el otro se eleva y viceversa.
- Los commodities se mueven más por la oferta y demanda en el corto plazo en cambio la renta variable y fija se mueve por las expectativas a largo plazo.

También es importante destacar la relación entre el precio de la materia prima y la exposición a eventos catastróficos, como puede ser un terremoto o un huracán. Un evento que disminuye la oferta de materia prima causa inmediatamente un aumento en el precio, un rápido incremento del precio de las materias primas puede reducir las expectativas del rendimiento de las acciones. Si el shock es considerado a largo plazo, da cabida a que nuevos productores ingresen, incrementando la oferta, provocando que el precio baje.

### **2.3.2 Productos para invertir en commodities**

Si bien existen muchas maneras de obtener activos relacionados, no todas las estrategias para invertir son válidas. A continuación, se presentan las principales formas de tener una inversión de materia prima:

#### **Inversión directa**

La inversión activa supone la compra de una o varias primas de forma que el inversor posea dichos activos “físicamente”. Este tipo de inversión deben considerar el costo de transporte y

almacenamiento. El beneficio del inversor viene por la revalorización, retrayendo los costos incurridos en transportar y almacenar dicha materia prima<sup>39</sup>.

La inversión directa es una opción poco compatible y engorrosa por su complejidad, solo en algunos países la posesión de materia prima es una manera habitual de acumular riquezas.

### **Compra de acciones relacionadas por productos o servicios en materia prima**

Diversos inversores quieren contar con una exposición en materias primas, lo que hacen es comprar acciones en empresas relacionadas con dicho metal. Es de esperar que las expectativas de crecimiento de dicha empresa estén directamente relacionadas a las fluctuaciones del metal, si aumenta el precio de la materia prima, los resultados de la compañía se verán reflejados en el mismo sentido y en consecuencia su cotización en el mercado.

Si bien este método de adquisición de exposición resulta ser muy sencillo, no es muy eficiente, ya que está expuesto a riesgo de mercado, una corrección en la bolsa puede afectar a la acción, aunque el precio de la materia prima esté subiendo<sup>40</sup>. por otro lado, la compra de acciones ligadas a materias primas puede conllevar otros riesgos adicionales a los de la propia materia prima (los propios de la compañía), presentando una exposición no pura de la materia prima.

### **Compra de derivados sobre materias primas**

Los derivados en el mercado suelen ser la vía más escogida por los inversores para conseguir exposición de materia prima. La mayoría de los derivados cotizados en mercados organizados tienen un grado de transferencia y liquidez, permitiéndoles a los inversores una adecuada exposición a aquellas materias primas que desean. El origen de los derivados en

---

<sup>39</sup> Inversión de fondos alternativos pp 4392

<sup>40</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 428

las materias primas no es otro que la necesidad de los agricultores y productores de materias primas de poder cubrir de la posible oscilación del precio que suele haber desde el comienzo de la plantación hasta la recolección de la materia prima. Así puede asegurarse un precio de venta para vender la cosecha en un plazo<sup>41</sup>.

Pese a existir una gran cantidad de materias primas que tienen futuros, también existen otros tipos de materias primas que no disponen de mercados de derivados, por lo que no es posible tener una exposición de este instrumento. Adicional a lo comentado los derivados son instrumentos más complejos, necesitando inversores más experimentados con conocimiento sobre esta materia antes de invertir.

### **Compra de productos indicados**

Los índices de materias primas son una de las formas más habituales en que los inversores optan por conseguir exposición, dentro de los más utilizados son los ETFs (Echange Traded Funds), que tienen la particularidad de transar en bolsa, permitiendo tomar posiciones largas o cortas en cada momento sin esperar al cierre del mercado para conocer el valor liquidativo al hacer la suscripción o reembolso de este.

Los fondos cotizados tienen como objetivo primordial dentro de su política de inversión reproducir lo más fielmente posible un índice bursátil o el precio de la prima, y sus participaciones están permitidas para negociar en la bolsa. La principal característica de los fondos de inversión cotizados es que sus participantes negocian en mercados bursátiles electrónicos en tiempo real, con las mismas características que se aplican a cualquier valor cotizado<sup>42</sup>.

Los ETF's son un instrumento muy cómodo rápido y eficiente de invertir en materias primas. Cabe mencionar que existen fondos que no son ETF's por lo que no cotizan en mercados secundario sino debe ser adquirido como cualquier otro fondo tradicional.

---

<sup>41</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 430

<sup>42</sup> Inversión Alternativas: Otras formas de invertir, pp4423

### **Compra de fondos unidos de materias primas (Pooled commodities Funds)**

También existen vehículos de inversión, muy parecidos a los fondos cerrados, que permiten contar con exposición en materias primas, que invierten en materias primas buscando aprovechar las ineficiencias de estos mercados. Los commodity pool por lo general son fondos cerrados, estos invierten en materias primas a través de productos indexados, derivados, inversión directa o en acciones relacionadas con materias primas. Es importante considerar que muchos de estos fondos cumplen con normativas que prohíben la concentración en una materia prima y la inversión de futuros de materia prima, pero les permite la inversión en acciones de compañías, swaps sobre índices (Normativa UCTIS).

En Estados Unidos los commodity pool son muy populares en los inversores institucionales, muchos de los Hedge Funds que operan materias primas están registrados como commodities pool. Los commodity pool están regulados en Estados Unidos por las Commodity Futures Trading Commission (CFTC) y la National Futures Association (NFA)<sup>43</sup>.

### **2.3.4 Otras alternativas**

Tenemos otras alternativas para obtener exposición de materias primas. Existen fondos de inversión especializados en la compra de compañías relacionadas con alguna materia prima particular, en este sentido basta con obtener una participación en este tipo de fondos para adquirir los beneficios de la materia prima en particular, teniendo un grado de diversificación, pero con un grado menor de pureza.

También existe la alternativa de invertir en países donde la materia prima represente un gran porcentaje del PIB de dicho país. Si el precio del commodity se eleva, es de esperar que esto se vea reflejado en toda la economía del país, por lo cual las inversiones en dichas acciones en empresas del país podrían tener una correlación alta con la materia prima, incluso la moneda de ese país podría apreciarse frente a otras monedas.

---

<sup>43</sup> Inversión Alternativas: Otras formas de invertir, Pp 4436



## 2.4 Hedge Funds

Un Hedge Funds se puede definir como un vehículo de inversión, que puede tomar distintas formas judiciales (sociedad, fondo de inversión u otra), estos se caracterizan por tener grandes libertades para operar.

Según Crearend (1995), “los Hedge funds son sociedades privadas con un reducido número de participantes en las cuales el gestor tiene una significativa participación personal en el capital social. El gestor de este tipo de fondos es libre de operar en una amplia variedad de mercados sin ningún tipo de restricción y puede emplear estrategias de mercado-neutrales mediante el uso de apalancamiento en diferentes grados”.

Por otro lado, SEC<sup>44</sup> los define como fondos que reúnen dinero de inversores e invierten con el objetivo de conseguir retornos positivos. Los Hedge Fund generalmente tienen estrategias de inversión más flexible, muchos de ellos tratan de obtener ganancias en todo tipo de mercados mediante el uso de apalancamiento<sup>45</sup>.

Los fondos mutuos no están sujetos a algunas regulaciones diseñadas para proteger a los inversores, en EE.UU. dependiendo de la cantidad de activos de los Hedge Fund gestionados por el administrador, algunos administradores pueden no estar obligados a registrarse o presentar informes públicos ante el SEC, pese a esto están sujetos a las mismas prohibiciones contra fraudes que los otros participantes del mercado. Por otro lado, no están obligados a proporcionar el mismo nivel de divulgación que recibirían los fondos mutuos, esto también hace más difícil que se puedan verificar los resultados obtenidos.

La libertad de operar en distintos mercados con diferentes instrumentos financieros, por medio de un gran número de técnicas de inversión, es la razón por la cual los Hedge Funds han conseguido buenos resultados, además estos resultados presentan una baja correlación con la evolución de la rentabilidad de los activos tradicionales (renta fija y renta variada), esto incrementa el interés a los inversores institucionales y de gran patrimonio. Por la gran

---

<sup>44</sup> U.S. Securities and Exchange Commission.

<sup>45</sup> <https://www.sec.gov/fast-answers/answershedgehtm.html>

flexibilidad, los Hedge Funds son muy heterogéneos entre sí, puesto que las estrategias de inversión que manejan pueden variar de forma extrema.

Mientras que la gestión de activos tradicionales busca conseguir resultados por sobre un índice de referencia, Los Hedge Fund apremian conseguir resultados positivos, independiente de la situación o tendencia de los mercados financieros. Por esta, razón a este sector se la llama “industria de rentabilidad absoluta”, por lo que, en esta industria, dependen fundamentalmente de la capacidad y decisión del gestor, y no tanto del comportamiento de los diferentes mercados de valores.

#### 2.4.4 Características de los Hedge Funds

Para comprender completamente los Hedge Funds en necesario conocer las principales características de estos, en especial aquellas que los diferencian de los fondos de gestión tradicionales

##### 1. Gran heterogeneidad de los Hedge Funds

Los Hedge Funds cuentan con diversas estrategias, formas jurídicas, activos bajo gestión y uso de instrumentos y apalancamiento. Sus objetivos de inversión y los resultados obtenidos por los fondos son diversos. Existen diversos Hedge Funds que arbitran todo tipo de activo, a explotar anomalías temporales, aprovechar ineficiencias del mercado, o comprar activos cuyo precio haya caído de forma irracional.

Las estructuras jurídicas que puede adoptar un fondo de cobertura igualmente son muy diversas. Las formas legales más frecuentes son las siguientes: Fondos abiertos y fondos cerrados (*Open-ended* y *closed funds*), estructuras empresariales (*company structure*), trusts, programas colectivos de inversores (*collective investment*), sociedades (*partnerships*) y cuentas gestionadas (*managed accounts*)<sup>46</sup>

##### 2. Secretismos y falta de transparencia

---

<sup>46</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 294

La falta de transparencia es una de las características más criticada de los Hedge Funds, el estar poco regulados, tener poca fiscalización, y en ocasiones estar ubicados en paraísos fiscales que propicia lo reservado que resultan ser los hedge funds.

Los principales argumentos que apelan los gestores para justificar el hermetismo, por un lado, es que si los gestores son muy explícitos en su estrategia se arriesgan a que otros las copien, además en alguna ocasión existe volumen óptimo en que se puede manejar una determinada estrategia, pasado ese volumen deja de ser eficiente, y los rendimientos son peores. Por otro lado, si son excesivamente transparentes con las estrategias que realizan, corren el riesgo que se produzca lo que se conoce como front-running, que es el aprovechamiento en beneficio propio de la información que proporcionan los intermediarios de mercado sobre sus posiciones. En el caso de los Hedge funds, es especialmente sensible la información sobre posiciones cortas en mercados poco líquidos.

### 3. Muchos fondos de cobertura se encuentran domiciliados en paraísos fiscales

Muchos fondos de coberturas residen en paraísos fiscales, esto se debe a que la regulación es mucho menor en estos países, liberándolos de la posibilidad de tener problemas legales a la hora de implementar sus estrategias. Además, la menor imposición de estos países incentiva a algunos gestores que los fondos se domicilien allí.

### 4. Uso de apalancamiento financiero

Es una de las características más habituales de un fondo de cobertura, pues el apalancamiento les permite a los gestores aumentar su rentabilidad, aumentando con ello el riesgo de la estrategia.

Existen tres métodos por los que un hedge fund obtiene apalancamiento financiero. El primero son los préstamos otorgados por intermediarios, que hacen la vez de custodios de los títulos ostentados por el fondo de cobertura (Prime broker), en la práctica esta forma de apalancarse es un préstamo del prime bróker al hedge fund.

La segunda forma de apalancarse la utilizan casi exclusivamente los hedge funds que hacen estrategias de renta fija, consiste en usar los acuerdos de recompra para conseguir apalancamiento. Un acuerdo de recompra es un contrato por el cual el dueño del título negociable simultáneamente le vende a una institución financiera y posteriormente se lo compra. El precio al que el título se recompra es ligeramente superior al precio obtenido por la venta. El dueño del título recibe financiación de las instituciones financieras, y el interés

que paga por la diferencia entre el precio de recompra y el precio de venta. Reinvirtiendo el dinero obtenido por acuerdos de recomprar se puede obtener un gran apalancamiento.

La tercera forma de apalancarse se puede hacer por medio del uso de varios tipos de instrumentos derivados. Casi todos los derivados llevan consigo un cierto grado de apalancamiento implícito, dado que con pequeñas cantidades se pueden generar pérdidas o beneficios muy grandes en relación con dichas cantidades iniciales.

El prime bróker provee tres servicios básicos a los fondos de cobertura. El primero es la liquidación de las operaciones y resguarda los activos que posee. El segundo servicio es el de ofrecer financiación que permita a los Hedge Funds apalancar su exposición en diversos instrumentos y mercados. El tercer servicio, es el préstamo de títulos, que se analizará en el siguiente apartado, y consiste en que prime bróker toma prestado títulos de otros participantes del mercado y se los cede a los fondos de coberturas para que, de esta forma, puedan realizar sus posiciones cortas<sup>47</sup>.

Existen algunos problemas para detectar el apalancamiento de un Hedge Fund, debido a que gran parte de ellos tienen relaciones con más de un prime bróker y no hay una autoridad única a la cual todas las fuentes de apalancamiento informen.

##### 5. Posibilidad de tomar posiciones largas y cortas

Esta es la mayor diferencia que tiene un Hedge Funds con los fondos de gestión tradicional, pues en la gestión tradicional solo es posible tomar posiciones largas, por lo tanto, se obtiene beneficios solo si los activos comprados incrementan su precio en el mercado. Esto hace que la gestión tradicional sea unidireccional, ya que gana cuando los precios de los activos financieros suben y viceversa.

Por otro lado, los fondos de coberturas tienen la posibilidad de tomar posiciones largas y cortas, permitiéndoles apostar que un título se revalorice y caiga su valor. Las posiciones cortas generalmente se efectúan mediante el préstamo de los títulos, es decir, el Hedge Fund toma prestado un determinado activo y lo vende para recomprarlo en el futuro. Si el activo

---

<sup>47</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp297

cae, el Hedge Fund lo compra a un precio más barato que el de la venta, por lo que conseguirá plusvalía. En una posición corta, cuanto más baje el valor del activo, mayores beneficios.

Hay que tener muy presente si tenemos posiciones cortas sobre un activo, y este incrementa su cotización, se mueve en contra del vendedor en corto, este no solo tiene minusvalía, sino que su posición corta aumenta en tamaño.

#### 6. Objetivo de rentabilidad absoluta.

Los fondos tradicionales tienen como objetivo obtener una rentabilidad mejor a un índice de referencia o una media de fondo de su misma categoría.

La rentabilidad de un fondo tradicional procede del incremento o disminución del precio de los títulos que componen su cartera. Al no poder tomar posiciones cortas, un mercado bajista, el valor de los fondos de inversión disminuirá, esto no ocurre con los Hedge Funds dado que pueden tomar posiciones cortas. Los Hedge Funds buscan obtener rentabilidad absoluta, sin importar la tendencia que tenga el mercado financiero; para ello el poder tomar posiciones cortas en diversos activos es fundamental, ya que con estas se cubren antes los mercados bajistas. Los objetivos de rentabilidad que se fijan los fondos de cobertura generalmente no están ligados a un índice de referencia de un mercado sino al mercado monetario, ya que este representa el costo de oportunidad, la búsqueda de rentabilidad absoluta está muy ligada con las habilidades del gestor, más que el comportamiento de los distintos mercados financieros.

El desempeño de un gestor de Hedge Funds se puede medir de dos formas, la primera es corroborar si el gestor ha sido capaz de cumplir el objetivo de inversión previamente prefijado. El segundo modo consiste en analizar la gestión utilizando índices que comparan la rentabilidad obtenida con el riesgo asumido.

#### 7. Los hedge funds explotan ineficiencias de mercado.

Los hedge funds buscan explotar ineficiencias del mercado, estas ineficiencias pueden ser de todo tipo, una de las más comunes se produce cuando un activo es arbitrable<sup>48</sup>. Otros gestores se dedican a tomar posiciones largas o cortas cuando consideran que algún activo

---

<sup>48</sup> El arbitraje es un conjunto de estrategias que busca ganar dinero por medio de diferencias de precios en activos equivalentes en el mercado.

se encuentra infravalorado o sobrevalorado. Por otro lado, existen estrategias que buscan explotar anomalías que ocurren entre el precio de las acciones, renta fija o derivados tomando posiciones cortas y largas al mismo tiempo. También hay fondos de cobertura que aprovechan situaciones especiales, como adquisiciones o fusiones, para tomar posiciones largas en el título que tenga precio más bajo, y al mismo tiempo tomando posiciones cortas en el activo de precio más elevado.

En resumen, los métodos para explotar la ineficiencia de los mercados se pueden clasificar en tres grupos. El primero consiste en buscar anomalías entre títulos relacionados (arbitraje). El segundo trata de captar tendencias de los mercados. Por último, el tercer grupo consiste en la aplicación de conocimientos específicos de los mercados y sectores para obtener oportunidades de situaciones especiales<sup>49</sup>.

#### 8. Sistema de comisiones de los Hedge Funds

Los Hedge Funds suelen cobrar dos tipos de comisiones, comisión fija que se calcula sobre el patrimonio gestionado, y comisión variable que se calcula en virtud del desempeño de los resultados del fondo. Este sistema suele ser distinto a la gestión tradicional, pues genera incentivos a medida que el rendimiento del gestor sea mejor. Algunos fondos de cobertura cobran comisiones de éxito solo si logran tener más que la rentabilidad referencial previamente establecida.

Habitualmente la comisión de éxito se suele cobrar solo si el valor liquidativo actual es superior al anterior, esta forma de proceder se conoce como *high water mark*, donde su función es evitar que el inversor pague una comisión sobre los resultados si ha perdido dinero.

Las comisiones por resultados tienen dos efectos, por un lado, el sector de Hedge Funds buscará traer los mejores profesionales, por otro lado, cobrar sobre los beneficios puede incentivar a que estos asuman mayor riesgo para conseguir mayor rentabilidad y mejores comisiones.

---

<sup>49</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 303

## 9. Principales inversores de los Hedge Funds

Los Hedge Funds no están abiertos para todos los inversores, pues los mínimos iniciales para iniciar suelen ser muy elevados, lo que hace que los dos principales grupos de clientes sean por lo general individuos de grandes patrimonios y los inversores institucionales.

Los factores que ocasionaron interés en los inversores tradicionales hacia los Hedge Funds fueron:

- La atractiva relación rentabilidad-riesgo que históricamente han conseguido
- La aparición de estudios académicos empíricos que demostraban los beneficios de la inversión de los Hedge Funds.
- La baja correlación que los hedge funds que tienen con los activos de renta fija y variable.

## 10. Poca correlación de los activos tradicionales con los hedge funds

Unas de las características más relevantes de los fondos de cobertura es su baja correlación con otros activos tales como índices bursátiles o activos de renta fija. La baja correlación se debe a que las estrategias que usan los Hedge Funds son muy diferentes a las utilizadas en la gestión tradicional, debido a que sus estrategias pueden variar en arbitrajes, hasta combinaciones de posiciones largas y cortas.

Hay algunas estrategias que usan los fondos de cobertura que están muy correlacionadas con los mercados de renta variable, esta correlación varía en función del periodo analizado (en periodos alcistas algunos Hedge Funds presentan correlaciones positivas con los mercados bursátiles y viceversa en periodos bajistas)

Los Hedge Funds buscan generar alfa, esto es, obtener rendimientos que no dependan de la evolución del mercado, en la gestión tradicional la beta suele ser alta, por consecuencia la mayoría de los resultados de los fondos viene de la mano con cómo le fue al mercado. Por el contrario, los fondos de cobertura cuentan con una exposición menor lo que los lleva a tener betas bajas y mucho alfa<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> La rentabilidad se define por la habilidad del gestor.

### 11. Los Hedge Funds suele tener poca liquidez

La mayoría de los fondos de cobertura tienen limitada la realización de hacer suscripciones o reembolsos, permitiéndolo sólo mensualmente o trimestralmente, y en muchas ocasiones es necesario un aviso previo. Comúnmente su valor liquidativo suele calcularse mensualmente, diaria o semanalmente ofrecen un valor liquidativo estimado, por ser aproximado no permite suscripciones ni reembolsos en un tiempo acotado.

Es costumbre de Hedge Funds exigirles a los participantes un periodo mínimo de permanencia dentro del fondo, es lo que se conoce como *Lock-up periods*. Además, muchos fondos de coberturas obligan a preavisar antes de suscribir o reembolsar. Estas dos medidas tienen la finalidad de proteger las estrategias que realizan los Hedge Funds, en especial cuando estos no operan en mercados ilíquidos.

La poca liquidez que ofrecen los fondos de cobertura es uno de los puntos de mayor molestia por parte de los inversores, pese a esto es una buena medida para darle estabilidad al patrimonio del fondo. Desde este punto de vista un fondo de cobertura no debería ser visto como un instrumento de especulación sino como un activo de largo plazo.

### 12. Los Hedge Funds, en ocasiones ponen restricciones a su crecimiento

El tamaño es algo que en ocasiones preocupa a los gestores de fondos, dado que algunas estrategias son difíciles de llevar a cabo con grandes patrimonios, en muchas oportunidades es mejor contar con pequeñas cantidades de patrimonio, puesto que en los casos de ineficiencia de mercado estas oportunidades son limitadas y acotadas para tamaños de patrimonio. Con un mayor tamaño los Hedge Funds no alcanzan a explotar las suficientes ineficiencias del mercado, presentando bajos rendimientos.

Sin perjuicio de lo anterior, no todos los fondos cuentan con límites de capacidad, puesto que hay estrategias que son menos sensibles al tamaño del patrimonio. Por lo general las estrategias de arbitrajes son las que cuentan con muchos límites de capacidad, en contrapartida las estrategias de seguimiento de tendencias tienen menores problemas de gestionar elevados patrimonios.

#### 2.4.5 Diferencias entre Hedge Funds y gestión tradicional

La siguiente tabla nos muestra las principales diferencias que existen entre los fondos de inversión tradicionales y los Hedge Funds. Cabe mencionar que es importante considerar que



los Hedge Funds son muy diversos entre sí, por lo que la tabla a continuación considera las características estándar de un Hedge Fund, y no a la totalidad de este.

Hedge Fund	Fondos de inversión
<b>Sector heterogéneo. Existen muchas diferencias entre unos fondos y otros.</b>	Sector, básicamente, homogéneo.
<b>Poca transparencia</b>	Transparencia muy grande, tanto a inversores como a autoridades reguladoras.
<b>Puede tomar posiciones largas y cortas.</b>	Habitualmente, solo toma posiciones largas.
<b>Pueden usar apalancamiento.</b>	Normalmente, no usa apalancamiento.
<b>Objetivo de rentabilidad absoluta.</b>	Objetivo de rentabilidad ligado a un índice de referencia.
<b>Rentabilidad, básicamente, por la habilidad del gestor, es decir, mediante el coeficiente alfa.</b>	Rentabilidad obtenida, básicamente, por el comportamiento del mercado de referencia, es decir mediante el coeficiente beta.
<b>Protección ante comportamientos bajistas de los mercados.</b>	La protección antes de los mercados bajistas es muy limitada.
<b>Poca regulación, escasas restricciones.</b>	Regulación estricta. Muchas limitaciones.
<b>Los resultados obtenidos pueden ser sólo conocidos por los inversores.</b>	Los resultados obtenidos son públicos y fácil de consultar.
<b>El riesgo viene definido como pérdidas en el valor liquidativo. Una unidad de riesgo generalmente utilizada es la desviación estándar</b>	El riesgo viene definido como pérdidas en relación con el comportamiento de un índice del mercado. Una medida generalmente usada es el error de seguimiento (tracking error)
<b>La rentabilidad se mide en comparación con la unidad de riesgo.</b>	La rentabilidad se mide en relación con el índice de referencia y, en ocasiones, al riesgo asumido frente a dicho índice.
<b>Puede utilizar todos los instrumentos financieros disponibles, entre ellos, los derivados. Son capaces de realizar cualquier estrategia financiera.</b>	Están limitados, por regulación, a una serie de instrumentos financieros. No pueden realizar algunas estrategias financieras.
<b>El gestor, en algunos casos, participa con su patrimonio personal en Hedge Fund y en el accionario de la gestora de fondos que la administra.</b>	El gestor es un asalariado, aunque habitualmente recibe un complemento variable en función de los resultados obtenidos.
<b>Pueden existir límites de capacidad en los Hedge Funds. Es habitual que a partir de un cierto patrimonio el gestor no pueda manejar el fondo eficientemente.</b>	En principio, los límites de capacidad no existen o son menormente elevados.

<b>Cerrados para el público en general. Destinados hasta ahora básicamente al cliente institucional y a los grandes patrimonios.</b>	Abiertos para el público en general. La mayoría de los partícipes son clientes minoristas.
<b>El importe necesario para ser partícipes es todavía generalmente muy elevado.</b>	La inversión mínima requerida suele ser reducida.
<b>Comisiones fijas y variables, para incentivar la rentabilidad.</b>	Comisiones, normalmente, fijas, en función del patrimonio gestionado.
<b>Oportunistas, enfoque de inversor flexible.</b>	Decisiones de inversor limitadas por un índice de referencia.
<b>Bajas correlaciones con índices de mercado y entre los propios Hedge Fund.</b>	Altas correlaciones con los índices de mercado y entre los propios fondos de inversión tradicional.
<b>Escasa liquidez.</b>	Liquidez, habitualmente, diaria.

(Fuente: FIA inversión en fondos alternativos)

#### 2.4.6 Estrategias de inversión

Generalmente se clasifican los fondos de cobertura de acuerdo con las estrategias en las que se especializan, existe una amplia variedad de estrategias, técnicas e instrumentos financieros que utilizan los Hedge Funds para maximizar la rentabilidad en virtud de la volatilidad.

A continuación, revisaremos los distintos tipos de estrategias que utilizan los Hedge Funds. Como existe una gran diversidad de estrategias, esto puede hacer más difícil la clasificación de estas, lo que puede provocar diferencias a la hora de clasificar. Adicional a esto, debemos considerar que ha existido una gran proliferación de Hedge Funds en el transcurso del tiempo, y cada vez estos crean estrategias más sofisticadas y únicas lo que hace cada vez más difícil su clasificación.

A continuación, se muestra un esquema en la que podemos identificar 4 segmentos de Hedge Funds.

##### Valor relativo

Este tipo de fondo busca obtener dinero mediante la explotación de ineficiencias de mercado, por lo general evitan tener exposición en el mercado, generando beneficios independientes de los movimientos de los principales índices.

Se caracterizan por realizar apuestas sobre precios relativos, es decir, comprar un activo que consideran depreciado y vender o tomar una posición corta otro activo que les parece

sobrevalorado. Si la diferencia entre ambos títulos se reduce entonces se genera una utilidad, independientemente de lo que suceda en el mercado.

Dentro del valor relativo se distinguen tres estrategias diferentes:

**Arbitraje convertible:** En esta estrategia el gestor busca identificar bonos convertibles infravalorados. Los bonos convertibles son un híbrido entre la renta fija y la renta variable, pues es un bono que otorga a su poseedor la opción de canjearlo por acciones de la sociedad a un precio fijado.

Desde el punto de vista de la empresa es atractivo emitir un bono convertible pues el cupón pagado por estos bonos es en general más bajo que el que se paga en un crédito ordinario en formato de deuda, esto se debe a que los inversores aceptan recibir un cupón más bajo que el que recibiría un bono convencional a cambio de recibir una opción call sobre el precio de la acción subyacente, es decir a cambio de participar en el potencial éxito y apreciación de las acciones de la compañía durante la vida del bono<sup>51</sup>.

La valoración de un bono convertible nos es sencilla, por ello es que se producen ineficiencias en los mercados<sup>52</sup>. Por lo general, los gestores buscan identificar los bonos convertibles infravalorados, toman posiciones largas mediante la compra del bono y de paso toman posiciones cortas de la acción del emisor convertible, de esta forma eliminan el riesgo del mercado.

**Renta variable- neutral al mercado:** En esta estrategia el gestor busca ineficiencias del mercado de la renta fija, identificando distorsiones en el tiempo causadas por preferencia irracionales de los inversores, shocks exógenos de la demanda u oferta. Los gestores aprovechan estas anomalías que se producen para obtener beneficios.

Las técnicas empleadas en esta estrategia son netamente matemáticas y estadísticas, prescindiéndose del análisis cualitativo; lo fundamental es encontrar un par de instrumentos que exhiban una codependencia estable y cuyos riesgos de mercados se compensen

---

<sup>51</sup> Rodríguez C. y Huerga, A. (2014), pp 392

<sup>52</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 317

mutuamente<sup>53</sup>. Estas estrategias suelen ser muy apalancadas, ya que el beneficio por operación de arbitraje suele ser reducido.

#### Eventos societarios

Este tipo de fondo busca conseguir beneficios mediante la rápida interpretación de la información del mercado, como la de una fusión o una adquisición, este tipo de inversión incorpora mayor riesgo y mayor exposición al mercado del que tiene el valor relativo.

**Arbitraje de riesgo:** El gestor busca obtener beneficios por medio del arbitraje de fusiones. Tomando posiciones cortas y largas en las compañías inmersas en una fusión o una adquisición. Cuando se anuncia una operación de adquisición o fusión entre dos compañías, se comunica una relación de canje entre las acciones de dicha empresa. Los gestores del Hedge Fund buscan explotar las ineficiencias derivadas de la relación de la cotización de ambas empresas. El riesgo de esta operación se basa en que no se realice la fusión o adquisición.

Los Hedge Funds que arbitran este tipo de riesgo obtienen un beneficio cuando anticipan adecuadamente que se producirá una compra o una fusión de empresas y acotan con suficiente exactitud el diferencial existente entre el valor del mercado de la empresa adquirida y la cantidad ofrecida a cambio por la firma adquiriente<sup>54</sup>. Si la compra sale adelante, las acciones de ambas compañías responderán al mismo negocio, si la fusión o adquisición ocurre en sector regulado, lo habitualmente esperado, el marco regulatorio podría presentar un riesgo, por temas de competencia podrían rechazar la operación.

**Títulos infravalorados:** El gestor busca generar beneficios tomando posiciones largas y cortas en deudas y acciones de empresas que pasan por algún tipo de dificultad financiera, se harán en procesos de quiebra o en complejos procesos de reestructuración o reorganización.

---

<sup>53</sup> López M. y Illera C. (2013), *Invertir de Hedge Funds análisis de su estructura, estrategias y eficiencias*, pp 163.

<sup>54</sup> López M. y Illera C. (2013), *Invertir de Hedge Funds análisis de su estructura, estrategias y eficiencias*, pp 177.

La mayoría de los fondos de cobertura que usan esta estrategia se enfocan en comprar títulos de renta fija emitidos por la empresa en quiebra o cerca de ella. En estos casos, el gestor del Hedge Fund realiza un diagnóstico de la empresa, identificando si el negocio de la empresa emisora tiene valor, como se puede reestructurar la deuda, o si los problemas vienen por exceso de apalancamiento que se pueda reparar.

El negocio de los *Distressed Securities* es ligeramente cíclico, ya que las banca rotas ocurren permanentemente y cada sector industrial se encuentra dentro de su propio ciclo particular. Este negocio es más interesante para los Hedge Funds que para otras identidades, porque se basa en la posesión de la información interna acerca de la compañía, lo cual requiere contactos, discreción y dinero<sup>55</sup>. Además, existen factores que les permiten a los Hedge Funds tener mejores posibilidades de explotar las ineficiencias, la principal es que no inversores no pueden mantener en sus carteras títulos de renta fija por debajo de una determinada calidad crediticia, cuando el emisor pierde el de inversión, muchos gestores se ven obligados a vender los títulos de renta fija. Existen otros factores como la complejidad de analizar el valor actual de los títulos emitidos, la dificultad de aplicar las medidas de un análisis financiero convencional a los títulos de dichas compañías.

#### De oportunidad

Este tipo de fondo considera una gran porción al riesgo del mercado, en este grupo se incluyen varias estrategias muy diferentes entre sí, tratan de obtener beneficios apostando en la veracidad de expectativas incorporadas en los precios de mercado, por lo tanto, estos tipos de fondos son los más correlacionados con el mercado.

Dentro de valor relativo se distinguen cuatro estrategias diferentes:

**Fondos macro:** El gestor de fondos busca generar beneficios mediante fundamentos macroeconómicos y previsiones de cómo su evolución futura afectará a los tipos de intereses, tipos de cambios, mercados accionarios, bonos y política monetaria y fiscal. Esta estrategia busca anticiparse a los cambios en el precio de activos, las posiciones son tomadas como

---

<sup>55</sup> López M. y Illera C. (2013), *Invertir de Hedge Funds análisis de su estructura, estrategias y eficiencias*, pp 174.

apuestas sobre el probable movimiento futuro de los precios, basado en un particular análisis de la economía.

Los Hedge Funds que aplican esta estrategia son grandes jugadores que alimentan la leyenda negra que escarnece toda la industria. A través de su enorme tamaño, su apalancamiento, pero sobre todo el poder de su opinión en los corros financieros, son capaces de manipular el mercado y contravenir los esfuerzos de políticas financieras<sup>56</sup>. Pese a que los gestores hablen abiertamente de su opinión acerca de la tendencia de la economía, las posiciones de sus carteras siguen siendo secretas, lo que nos daría cuenta de que sus anuncios no solo son posteriores al posicionamiento del mercado, sino también que es parte de la misma estrategia.

**Vendedores en corto:** El gestor de fondos busca generar beneficios tomando posiciones cortas en acciones o renta fija, sin cubrir el riesgo del mercado. Estos buscan títulos sobrevalorados para beneficiarse de la caída de las cotizaciones de los mismos.

Son variadas las razones que pueden anticipar una caída de cotizaciones de un título, van desde la sospecha de inconsistencia en la contabilidad, hasta que la compañía sea de responder a los cambios económicos o de un entorno competitivo.

Estas estrategias suelen tener mejor rendimiento en mercados bajista, por lo que los inversionistas institucionales suelen apostar por estos fondos, pues les permiten proteger sus carteras en caso de caída de los mercados.

**Mercados emergentes:** El gestor de los fondos busca generar beneficios centrándose en inversiones de mercados emergentes, donde la información es menos transparente por lo que existen mayores posibilidades de encontrar ineficiencias.

Los mercados emergentes son economías que están en el proceso de convertirse en países desarrollados, estos cuentan con liquidez en su emisión de deuda local y en su mercado financiero, contando con un ente regulador. Se denomina estrategia de mercados emergentes a las posiciones largas o cortas en acciones, deuda activos de mercado monetario y productos derivados negociados en tales economías<sup>57</sup>. La mayoría de las estrategias se

---

<sup>56</sup> López M. y Illera C. (2013), *Invertir de Hedge Funds análisis de su estructura, estrategias y eficiencias*, pp 179

<sup>57</sup> López M. y Illera C. (2013), *Invertir de Hedge Funds análisis de su estructura, estrategias y eficiencias*, pp 180

basan en tomar posiciones largas, puesto que estas economías presentan poco desarrollo, lo que dificulta tomar posiciones cortas, por lo que, los gestores de fondos se centran en buscar activos que se encuentran infra valorados. En virtud de lo mencionado, este tipo de estrategia tiene una gran exposición en el mercado.

**Renta variable- posiciones Largas/cortas:** El gestor de los fondos busca generar beneficios tomando posiciones largas y cortas en título de renta variable, los gestores de fondos son oportunistas, pueden únicamente tomar posiciones largas o apostar en posiciones cortas. Todo dependerá de qué tan optimista o pesimista se encuentre el gestor respecto del mercado, en virtud de aquello serán los tipos de posiciones que compondrán la cartera.

El sustento de esta estrategia en que no todos los sectores y títulos individuales se mueven de la misma manera que los índices internacionales, por lo que la divergencia de los resultados entre títulos y sectores se muestra como una gran oportunidad para obtener beneficios

Esta estrategia carece de cobertura, y aspira a obtener un beneficio procedente del diferencial absoluto entre el precio del mercado y su valor intrínseco.

#### Fondos de Fondos

Son Hedge Funds que adquieren participación en otros Hedge Funds, propios o ajenos. Estos ofrecen una amplia diversificación en diferentes estrategias utilizadas por los fondos de cobertura. Dentro de las razones por la que diversos inversores optan por estos fondos:

- Los fondos de fondos son gestionados por gestores calificados con muchos años en el sector financiero, conocen bien las estrategias y cómo llevarlas a cabo. Esto les permite analizar las estrategias ofrecidas por los fondos de cobertura, como también monitorear adecuadamente el comportamiento de las carteras, e implementar controles efectivos de riesgo de la cartera de los fondos.
- Los fondos de fondos entregan acceso a fondos cerrados a nuevos suscriptores o fondos que nos exigen elevadas sumas de capital. Además, muchos fondos de fondos

negocian cupos de volumen, y aunque un Hedge Fund esté cerrado para nuevos inversores, pueden seguir suscribiendo participantes<sup>58</sup>.

- Los fondos de fondos presentan una alta diversificación, pues al seleccionar gestores y fondos satélites de escasa correlación, como en algunos casos sus carteras están compuestas por más de cien fondos de cobertura. Todo esto reduce la volatilidad del portafolio, y como los distintos fondos de cobertura están poco correlacionados entre sí, permiten obtener mejores rentabilidades en virtud de la volatilidad.
- Los fondos de fondos suelen entregar más transparencia a los clientes que los fondos de cobertura, esto permite entregar confianza a los inversores.
- El fondo de fondos suele entregar una liquidez mensual, aunque algunos de los fondos subyacentes tengan una liquidez menor.

En contrapartida de las ventajas señaladas, debemos considerar que las inversiones de fondos de fondos tienen inconvenientes, por ejemplo, tener doble comisión en su gestión, que es, la comisión de este fondo como las de los fondos subyacentes.

## 2.5 Otra inversión alternativa

### 2.5.4 Inversión en Activos Distressed

Consiste básicamente en invertir en instrumentos de deuda o de acción de empresas que están o que se espera que estén en dificultades financieras. cuando se habla de empresas Distressed es necesario entender exactamente a qué nos referimos, pues algunos inversores lo utilizan para referirse a empresas donde el valor de los pasivos es superior al valor de los activos, mientras otros inversores también incluyen a empresas que son incapaces de hacer frente al pago de intereses. Esto último se puede deber a un problema de liquidez. Los instrumentos utilizados para invertir en Distress son: Bonos, obligaciones, pagarés,

---

<sup>58</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp323



préstamos bancarios, hipotecas, contratos de leasing y en menor medida acciones de empresas (puesto que la situación de la empresa es mala).

El objetivo de la inversión es la recuperación de la compañía, y así poder obtener una fuerte apreciación de las inversiones realizadas. Los fondos que realizan esta estrategia buscan que las empresas se recuperen a través de las reestructuraciones de estas de la situación extrema en la que se encuentran para así poder revalorizar sus posiciones<sup>59</sup>. Para invertir en activos Distressed el inversor debe averiguar la clase de razones por las cuales la empresa ha llegado a esta situación, en virtud de estas se divisarán las posibilidades de éxito de la estrategia de inversión.

No todos los inversores están preparados ni cuentan con los conocimientos necesarios para invertir en este tipo de activos, ya que deben contar con un conocimiento legal elevado. Los inversores y/o gestores de inversión en este tipo de activos cuentan con conocimientos de valorización de empresas, y un gran conocimiento en estructuras de capital de empresas, dominio de normativa legal y conocimiento detallado de todos los riesgos que componen la operación.

---

<sup>59</sup> Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos, 2016, pp 460

### 3 Análisis parte 1

En este primer capítulo se busca realizar un levantamiento de los diversos activos catalogadas como alternativos, con el fin y construir una base de datos confiable que sirva para el análisis y la discusión del comportamiento de estos. Así también podemos confirmar empíricamente las características que menciona la literatura, como es la correlación de estos con los activos traicionales y su relación de rentabilidad y volatilidad. Todo esto, para que el segundo capítulo incluyamos los fondos alternativos dentro de las carteras de los fondos de pensiones y evaluemos su aporte marginal, permitiéndonos evaluar las características de la nueva normativa chilena que deja a la pensión invertir en fondos alternativos.

Comenzaremos describiendo el origen de cada una de las fuentes de información detallando el proceso de obtención y los ajustes que se realizaron con la finalidad de representar lo más fehaciente posible el comportamiento de estos activos. Para finalmente realizar un análisis descriptivo de los diferentes fondos, con el fin de tener una idea a priori el impacto de la inclusión de los fondos alternativos en el sistema de pensiones.

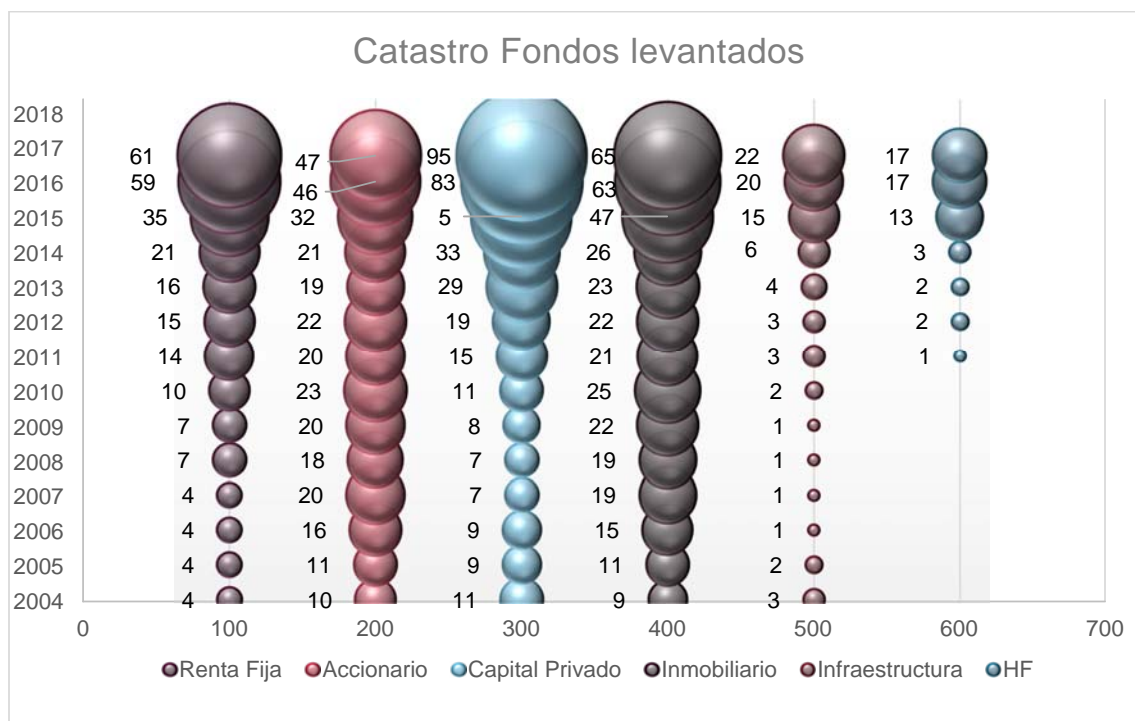
#### 3.3 Levantamiento de información

Para este análisis se recabó información trimestral del resultado de 425 fondos de inversión, registrados en la Superintendencia de Valores y Seguros, desde el 2004 hasta el 2017; estos están clasificados de acuerdo con el tipo de inversión: Deuda, Accionario, Inmobiliario, Capital Privado, Infraestructura y Mixto. Clasificaciones elaboradas el 2007 y modificadas el 2010 por la Asociación de Fondos de Inversión (ACAFI), que divide los fondos en tipos y subtipos según las clases de activos y los límites que considera la política de inversiones estipulada en el reglamento interno de cada fondo. Cabe mencionar que se excluyeron de la muestra aquellos que estuvieran en un proceso de revisión con la SVS como es el caso de Aurus<sup>60</sup>.

El siguiente gráfico ilustra la cantidad de fondos vigentes por año para cada tipo, usada en nuestro estudio.

---

<sup>60</sup> Para estos casos la página de la Superintendencia nos entrega un mensaje dentro del web service.



Se desprende del gráfico que en el periodo reciente se cuenta con gran diversidad de fondos que han ido aumentando progresivamente al paso del tiempo hasta llegar a 425 fondos el último año. Cada vez aparecen más fondos de inversión que exploran invertir en activos poco tradicionales hasta la fecha, así como también hay un mayor número de fondos para una misma política de inversión. Sin embargo, son pocos los fondos que poseen una larga historia, recién los últimos 4 años se cuenta con gran diversidad de fondos dentro de cada segmento, esto genera una primera dificultad a la hora de recrear un portafolio eficiente, puesto que pudiesen existir sesgos por la falta de información de activos más inusuales en periodos mayores a 5 años, debido a lo nuevo que son algunos fondos. A la hora de analizar el comportamiento de estos activos se hace necesario, encontrar un trade-off entre contar con pocos fondos con una larga historia o una gran variedad de fondos con una exigua historia. Puesto que fondo de larga historia nos podrían dar cuenta de la evolución de dicho tipo de activo en el tiempo comprendiente que tan volátil podría llegar a ser, por otro lado, una mayor cantidad de fondos nos entrega una mejor representatividad e las características de este tipo de fondos.

Por otro lado, el incremento de fondos de inversión nos podría dar cuenta de un aumento en el apetito de inversionistas por este tipo de instrumentos. Se observa que los fondos inmobiliarios y los de capital privado son los que más han crecido, esto nos podría auspiciar que podrían ser los de mejor desempeño en el tiempo.

A partir de las publicaciones públicas de la Superintendencia de Valores y Seguros, entre ellas Estados financieros, memorias anuales y fichas técnicas se obtuvo la siguiente información trimestral para el periodo comprendido entre el 2004 y 2017:

- Valor de cuota del fondo.
- Número de cuotas pagadas.
- Dividendo total repartido.
- Reparto de Patrimonio.
- Aporte de Patrimonio.

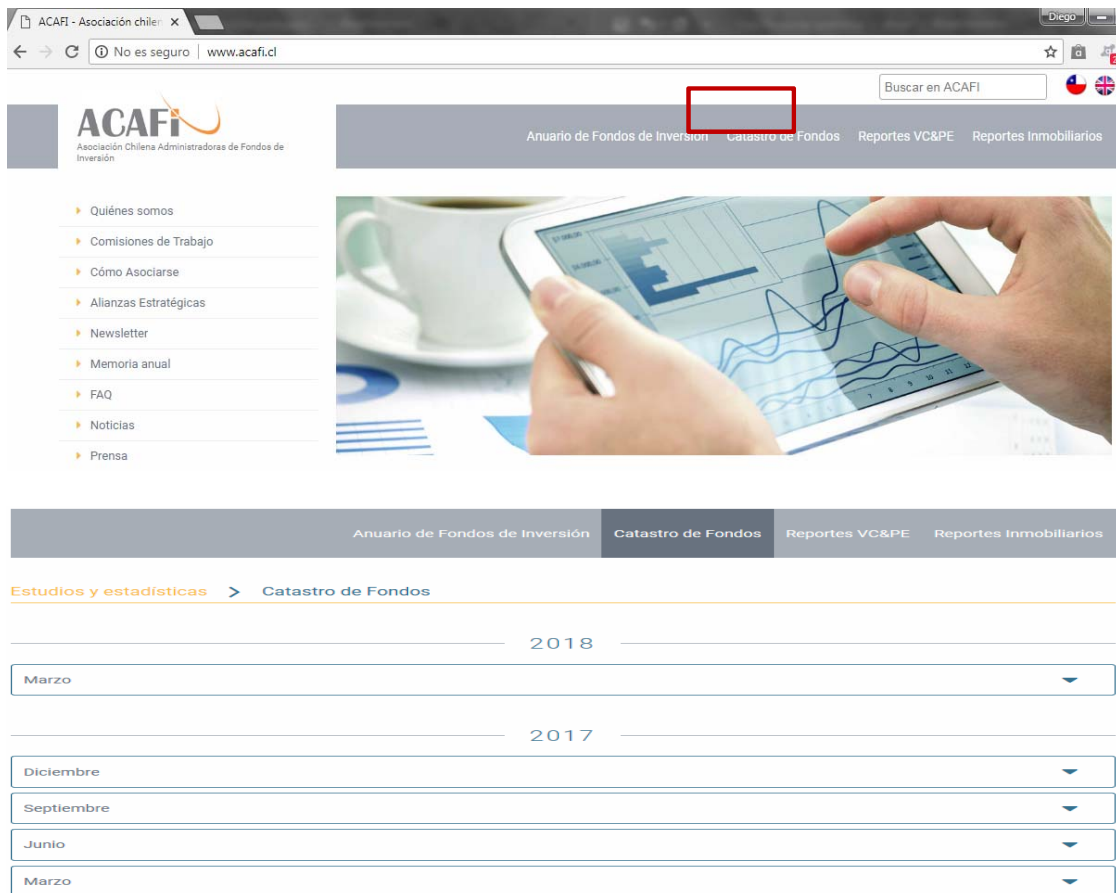
Todos los fondos que se encontraban en moneda extranjera se pasaron a moneda nacional, convirtiéndolos con el tipo de cambio de cierre de cada trimestre, obtenidos desde el Banco Central.

Para el caso de los commodities, se obtuvo desde la plataforma financiera Bloomberg el precio del Oro, cobre, Petróleo Brent y Petróleo WTI. Más tarde, se convirtió el precio en dólares a peso chileno ocupando el dólar observado del primer día hábil siguiente del fin de cada trimestre. Una vez obtenido los precios en pesos, se calculó la rentabilidad trimestral en la misma moneda.

Para los bonos soberanos chilenos y norteamericanos se usó su TIR para determinar su precio, los cuales se extrajeron de FED y del Banco Central de Chile.

### 3.4 Detalle de la Extracción de información

Para identificar los todos los fondos a trabajar se acudieron al catastro de base de datos de la ACAFI.



La ACAFI nos muestra la información de forma trimestral desde el 2010, antes de estos la información, pero no está disponible en los catastros de la ACAFI, en cada trimestre se encuentra un informe y la estadística de dicho periodo. En esta estadística, viene cuatro archivos, de los cuales se usan dos, el patrimonio e informe de estados financieros.



Desde el informe de Patrimonio se extrae el patrimonio del fondo, para esto se ocupan las pestañas los valores cuotas en CLP

Clase Fondo	RUT	dic.-04	jun.-16	sep.-16	dic.-16	mar.-17	jun.-17	sep.-17	dic.-17	mar.-18
440	7001	23.283.356	1.178.988	427.323	427.323	427.323	427.323	427.323	427.323	427.323
440	7002	7.596.085	7.596.086	7.596.086	7.596.086	7.596.084	7.596.084	7.596.084	7.596.085	7.596.085
510	7003	862.110								
325	7004	8.171.844								
320	7006	3.344.859								
440	7007	0	3.066.549	3.066.549	3.066.549	3.066.549	3.066.549	3.066.549	3.066.549	3.066.549
510	7008	0	1.909.617	1.909.617	1.909.617	1.909.617	1.909.617	1.909.617	1.909.617	1.909.617
325	7009	1.828.920	1.073.794	1.073.794	1.073.794	1.073.794	1.073.794	1.073.794	1.073.794	1.073.794
210	7010	2.305.625	111.686.432	111.686.432	115.208.151	123.932.379	129.670.619	130.683.808	131.150.000	128.159.475
430	7011	1.820.921	1.216.891							
440	7012	10.295.603	22.201.603	22.201.603	22.201.603	22.201.603	22.201.603	22.201.603	22.201.603	22.201.603
510	7013	578.000								
410	7014	14.764.785	25.198.219	25.164.304	25.223.870	25.223.874	25.264.785	25.264.785	25.264.785	25.264.785
210	7015	2.924.550	6.481.457	7.376.135	7.382.430	7.765.575	7.624.220	7.645.894	7.362.971	7.380.968
410	7016		44.367.002	44.367.002	44.367.002	40.474.947	44.367.003	44.367.002	44.367.002	44.367.002
325	7017	1.116.643								
210	7018	1.875.940	2.504.520	2.467.999	2.418.639	2.687.442	2.936.444	3.242.976	3.727.056	3.791.639
210	7022	2.400.377	1.324.592	1.404.584	1.371.556	1.374.068	1.433.360	1.443.941	1.471.719	1.471.850
210	7023	1.444.832								
420	7025	500.000								
410	7026	411.894								
210	7031	2.034.038	4.754.523	4.767.777	4.767.777	4.766.481	4.818.781	4.710.233	1.471.719	4.616.245
240	7037	520.538								
240	7039	2.846.400	3.683.684	3.631.078	1.561.366	181.552	72.436	72.439	28.314	15.316
325	7046	359	359	359	359	359	359	359	359	359
325	7050	226.000								
130	7055	2.710.956	9.918.564	10.012.541	10.012.540	10.849.822	13.205.547	13.384.004	13.863.718	13.971.097

Desde acá podemos clasificar el fondo según la clase de fondo que muestra la asociación y el rut del fondo para poder verificar los valores en la CMF, luego se muestra tanto el valor cuota del fondo como el precio cuota de forma trimestral desde diciembre del 2004 hasta marzo del 2018.

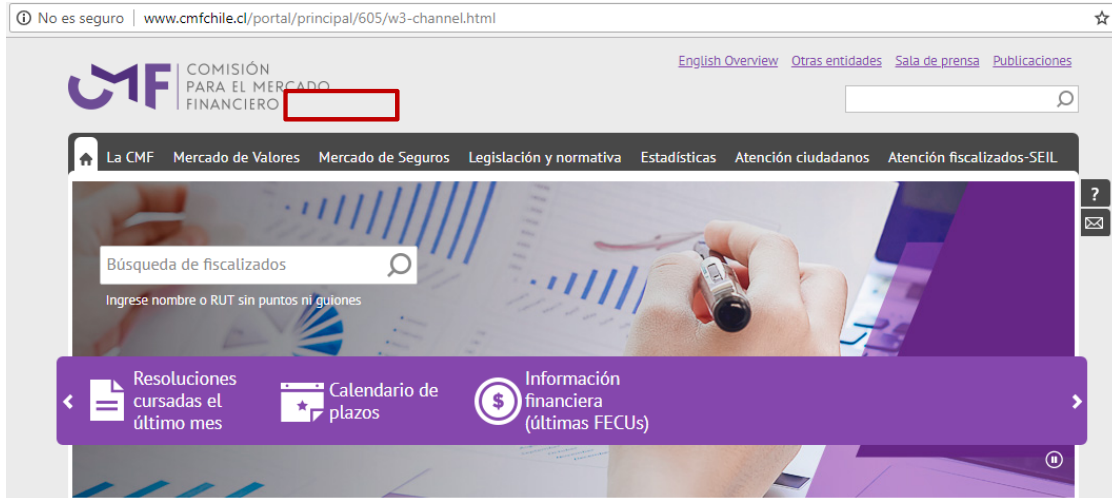
Luego se necesitan la información de dividendos, repartos y aportes de capital para poder determinar la rentabilidad de cada fondo, lo que se puede extraer la información desde el archivo de Estados Financieros, en específico la pestaña de resumen en CLP.

		2005			2017			mar.-18		
RUT Fondo	Clase	Aportes	Reparto de Patrimonio	Dividendos	Aportes	Reparto de Patrimonio	Dividendos	Aportes	Reparto de Patrimonio	Dividendos
1.100		21.443.572	194.884	5.943.761	2.334.798.920	-566.451.050	-79.271.345	379.400.624	-187.888.696	-12.743.506
1.110		0	0	263.211	1.068.987.651	-413.352.188	-30.472.435	169.902.495	-124.507.296	-3.615.405
1.111		0	0	0	844.562.967	-337.802.726	-27.647.583	136.610.000	-110.734.376	-3.508.507
9.281	1.111				1.238.170	-6.970.777	-168.673	118.749	-440.261	-
9.383	1.111				67.933	0	-2.859	594.834	-36.985	-
9.358	1.111	0			34.203.356	-320.976	-36.869	14.072.903	-244.901	-476.521
7.184	1.111				43.879.691	-3.673.205	-3.454.068	6.505.569	-1.302.021	-3.031.986
9.153	1.111				23.911.350	-21.570.923	-2.433.099	6.765.257	-3.567.804	-
7.200	1.111				24.473.005	-6.696.642	-1.207.193	11.750.431	-117.360	-
9.437	1.111				4.281.164	-123.802	0	556.705	-18.221	-
9.246	1.111				0	0	0	-	-	-
9.280	1.111				44.594.178	-10.534.496	-449.493	6.301.595	-4.148.578	-
9.251	1.111				41.088.221	-15.677.731	-393.830	4.400.092	-5.234.773	-
7.275	1.111				53.470.288	-13.287.810	-2.950.436	7.318.056	-2.687.878	-
9.252	1.111				283.555.105	-101.801.016	-1.000.000	17.337.386	-38.146.329	-
9.057	1.111				8.045.313	-29.364.311	0	-	-5.247.909	-
9.289	1.111				4.486.432	-4.022.019	-246.497	8.164.255	-3.553.627	-
9559	1.111							1.882.000	-	-
9551	1.111							126.544	-	-
7.210	1.111				62.103.241	-18.088.988	-2.091.487	13.288.510	-6.598.669	-
9.366	1.111				0	0	0	-	-	-
9.279	1.111				29.765.531	-40.125.709	-1.262.844	49.967	-16.770.154	-
9.391	1.111				9.761.164	-464.694	0	-	-2.686.310	-
9.101	1.111				4.753.660	-11.877.967	-1.188.475	955.877	-6.266.850	-
9.348	1.111				27.578.243	-860.027	0	-	-4.095.153	-
9.127	1.111				23.680.793	-1.402.212	0	3.491.893	-211.527	-
9.117	1.111				21.741.508	-29.287.267	-885.235	2.427.935	-2.080.365	-
9.212	1.111				32.738.656	-8.090.343	-5.438.489	4.830.403	-6.971.978	-
7.099	1.111				60.902.423	0	-4.438.036	24.636.708	-	-
9.303	1.111				4.243.542	-13.561.811	0	1.034.331	-306.723	-

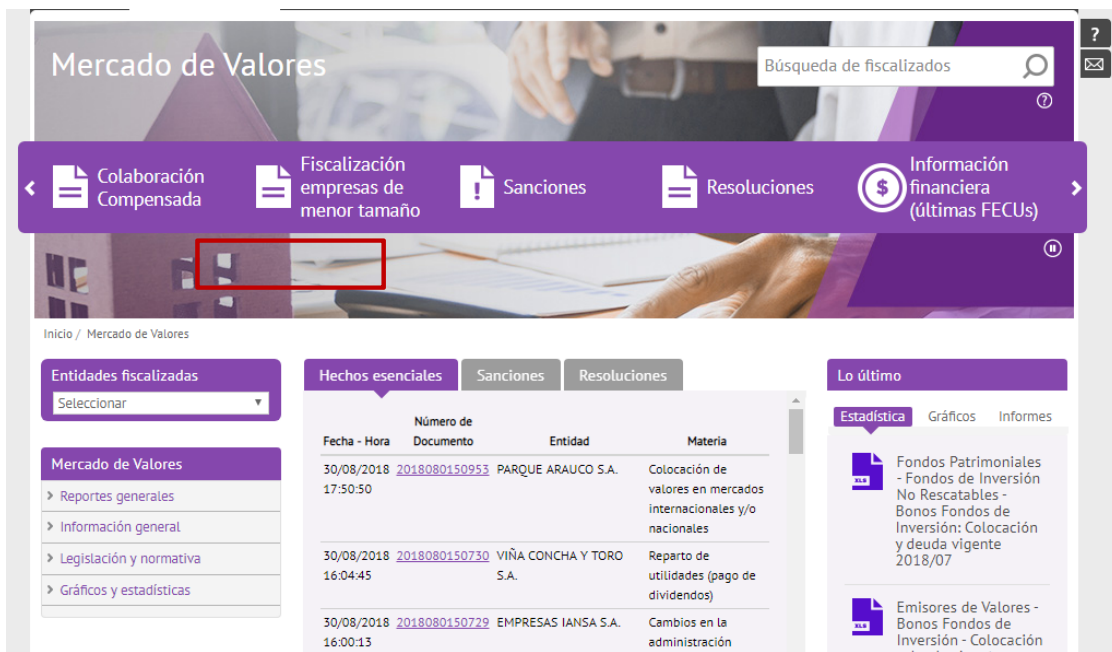
Aquí tenemos el primer escollo que se debe resolver, la información se muestra de forma anual, salvo para el año actual, en donde se muestra de forma trimestral. Por lo que si se quiere obtener la información de manera trimestral se deben buscar los catastros de los años anteriores. Para el periodo anterior al 2010 la información esta intermitente por lo que se debe sacar la información directamente desde la CMF.

El segundo problema es que los flujos con los inversionistas (dividendos, aportes y repartos) se muestran de forma acumulada. Para resolver esto se puede restar los periodos y sacar la información trimestral. Sin embargo, hay fondos que están nominados en monedas distinta al peso, por lo cual resta los periodos podría inducir a error dado que se ajusta el tipo de cambio. Una posibilidad podría ser separar los fondos según su moneda funcional, pero esto no considera que los fondos muchas veces cambian su moneda funcional pasando por ejemplo de dólar a peso y luego en muchos casos volviendo de peso a dólar.

Con el fin de contar con una data robusta paralelo a lo extraído por la ACAFI se extrae la información desde la CMF, para esto se extrae desde la página



Dentro de mercado de Valores:



Y se buscan los fondos de inversiones, de ahí se buscaron los fondos que aparecían en la ACAFI



The screenshot shows the website of the Comisión para el Mercado Financiero (CMF). The top navigation bar includes 'La CMF', 'Mercado de Valores', 'Mercado de Seguros', 'Legislación y normativa', 'Estadísticas', and 'Atención al ciudadano'. A dropdown menu is open under 'Mercado de Valores', listing various entities. The item 'Caja de Compensación de Asignación Familiar' is highlighted with a red box. Below the menu, there are buttons for 'Sancciones' and 'Resoluciones'. A table is visible at the bottom right, showing a list of sanctions.

Número de expediente	Entidad	Materia
0147049	CREDICORP CAPITAL ASSET MANAGEMENT S.A. ADMINISTRADORA GENERAL DE FONDOS	Cambios en la administración

Se deben seleccionar los fondos vigentes y no vigentes, lo mismo se hace para los fondos Rescatable

Inicio / Mercado de Valores / Entidades fiscalizadas / Fondos de Inversión No Rescatables

Entidades fiscalizadas  
Fondos de Inversión No Rescata

Mercado de Valores

- Reportes generales
- Información general
- Legislación y normativa
- Gráficos y estadísticas

Fiscalizados Reportes Estadísticas Gráficos Informes Inscripciones Trámites Herramientas

Noticias

▼ Listado de Fiscalizados

R.U.T.	Entidad	Selección:
9278-9	AINA FONDO DE INVERSION	VI
9413-7	AMERIS DESARROLLO INMOBILIARIO PERÚ FONDO DE INVERSIÓN	VI
9472-2	AMERIS DESARROLLO INMOBILIARIO VI FONDO DE INVERSIÓN	VI

Por último, se debe buscar que no existan errores en la base de datos, o si es necesario hacer algún ajuste dentro. Por ejemplo, el valor precio del fondo rut 7008 cuando inicia en septiembre del 2015 es de 34.082 y este valor a diciembre del 2015 es de 15.022, mientras que el número de cuotas se mantuvo constante, sin embargo, hubo un gran reparto de dividendos en el 4 trimestre del 2015, por lo que existe una explicación clara del cambio en el del precio, pero es necesario incluir el reparto en el trimestre en que se informó que se haría el reparto, pues sino dentro de la rentabilidad del fondo se verá un caída abrupta y posteriormente una alza que no representan la realidad del evento, lo que implicaría incorporar volatilidad artificial a la serie. Por esta razón fue que a la hora de incorporar los repartos aportes y dividendos se acudió a las memorias, EERR, hechos esenciales de cada fondo de los fondos identificando la fecha en la que se comunica icho evento, de tal manera de realizar el ajuste en el periodo más realista posible.

### 3.5 Cálculo de rentabilidad

A continuación, se detalla la manera en que se obtuvo la rentabilidad de los diversos activos que podrían conformar los portafolios eficientes.

### 3.6 Rentabilidad de los fondos

La manera de calcular la rentabilidad de los fondos de inversiones, registrados en la comisión para el mercado financiero fue la siguiente:

$$Rentabilidad_t = \frac{P_t Q_t + Div_t + Reparto_t}{P_{t-1} Q_{t-1} + Aporte_t} - 1$$

En donde,

$t$ : Es el trimestre a evaluar.

$t - 1$ : Es el trimestre anterior al trimestre evaluado.

$P_t$ : Es el valor cuota del Fondo en el trimestre  $t$ .

$Q_t$ : Número de cuotas inscritas y pagadas en el trimestre  $t$ .

$Div_t$ : Dividendo repartido en el trimestre  $t$ .

$Reparto_t$ : Es el reparto de patrimonio en el trimestre  $t$ .

$Aporte_t$ : es el aporte de patrimonio en el trimestre  $t$ .

En lo concerniente a la metodología utilizada para el cálculo de rentabilidad, se aplicó un criterio conservador donde el aporte es al principio del periodo, mientras que el reparto es al final del mismo.

Respecto al reparto es considerado a prorrata de los accionistas. En consecuencia, el valor pagado por las cuotas dadas de baja en caso de una disminución de las cuotas del fondo no afectaría a la rentabilidad del inversionista, en vista de que no hubo traspaso de valor de un inversionista a otro. Este supuesto es relevante a la hora de calcular la rentabilidad, porque en algunos casos revisados en las notas del estado de resultado de algunos fondos, hay pagos por participación a inversionistas a un valor cuota materialmente diferente del valor cuota de los que continuaron en el fondo. En este sentido los inversionistas que pedían hacer retiro de su participación eran castigados con un valor cuota menor al valor cuota publicado, incluso en algunos casos los valores cuotas aumentaban luego de presentar situaciones de retiros.

### 3.7 Cálculo del precio de los Bonos Nacionales

Según el diccionario económico de M. Gordon, la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR) de un activo financiero de deuda es aquella tasa única de actualización o descuento que iguala el precio de un bono con la corriente de pagos generada por el título. Se trata, en el caso de los activos de deuda, de un indicador que informa sobre la rentabilidad media anual al vencimiento de un bono u obligación y ofrece una medida muy útil a la hora de comprar bonos con diversas características, cupones y vencimientos.

Lo anterior se expresa matemáticamente de la siguiente manera:

$$P_0 = \sum_{x=0}^n \frac{i_x}{(1 + Tir)^x} + \frac{P_n}{(1 + Tir)^n}$$

En donde,

$i_x$ : Interés del bono en el año  $x$ .

$Tir$ : Tasa de descuento al vencimiento del bono en el año  $x$ .

$P_n$ : Precio del bono en el último periodo.

$x$ : Año de análisis

Una vez obtenidos los precios se calculó la rentabilidad para cada trimestre de cada bono, mediante la siguiente fórmula:

$$Rentabilidad_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$$

Además, se incluyeron la Tasa de Interés Promedio de 90 días (TIP), que es la tasa de interés promedio de los depósitos a plazo menores a 90 días. Se ocupó esta tasa para incorporar los Depósito de Interés Fijos (DPF) en el análisis.

### 3.8 Cálculo de la rentabilidad de los fondos de pensiones

Se obtuvo la información desde la superintendencia de fondos de pensiones, que muestra la rentabilidad mensual por tipo de fondo deflactada por inflación. Enseguida se agregó la inflación del periodo, porque la rentabilidad de los fondos alternativos se tenía en pesos y para efectos de comparación deben estar en la misma base. Para esto, a la rentabilidad mostrada por la superintendencia se le agregó la variación que tuvo la UF en cada mes, tal como se señala a continuación:

$$Rentabilidad_{nacional} = \frac{(Rent_{deflactada} + 1) * UF_{final}}{UF_{inicial}}$$

Por último, se calculó la rentabilidad trimestral:

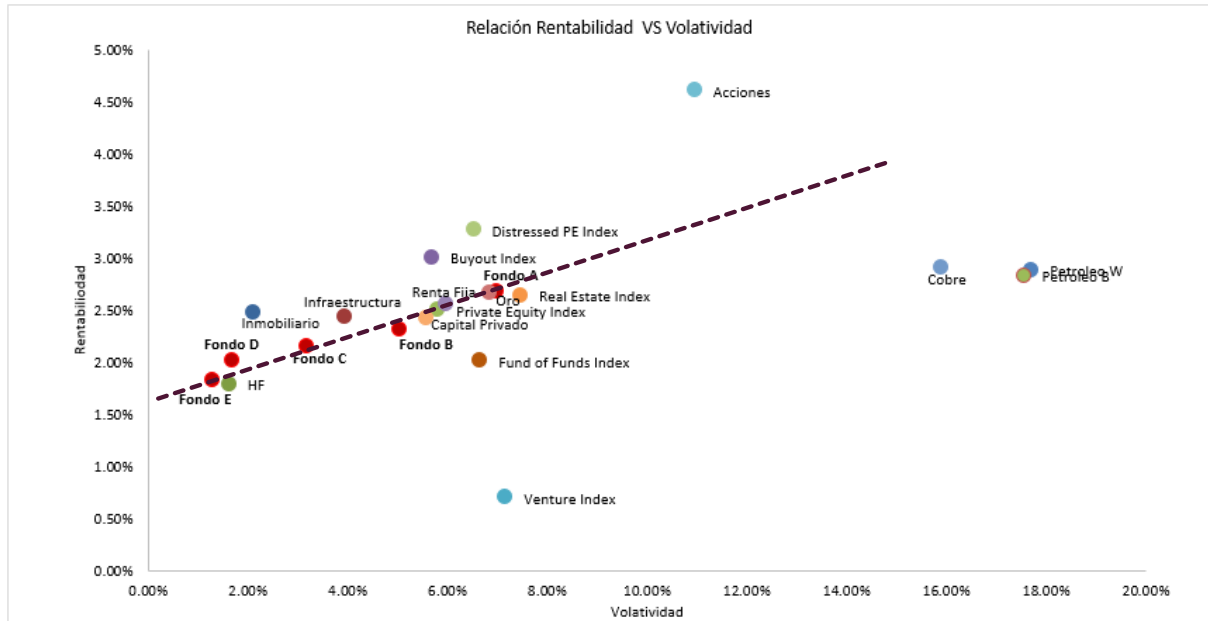
$$Rentabilidad_{trimestral} = (Rent_{mes1} + 1) (Rent_{mes2} + 1) (Rent_{mes3} + 1)$$

### 3.9 Análisis descriptivo

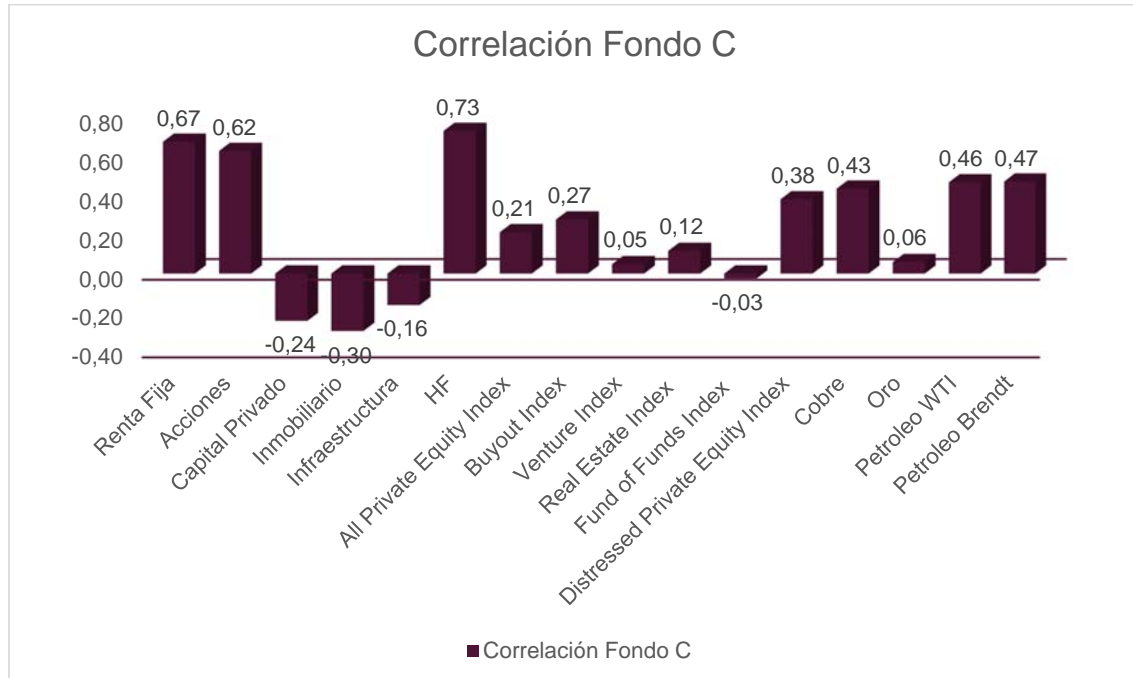
Al construir las rentabilidades de las diversas fuentes de información y contar con una base consolidada, podemos realizar diversos análisis descriptivos que nos pueden entregar una visión a priori de la inclusión de estos activos en ellos fondos de pensiones, a continuación se muestra un resumen de todos los tipos de activos y su relación entre rentabilidad y volatilidad, adicionalmente incluimos los fondos de pensiones con el fin de transar una línea recta que explica la relación de ratio de shape que que tienen los fondos de pensiones, así podemos identificar que todo los activos que estén por sobre estas recta presentan una mejor relación entre rentabilidad y volatilidad que los fondos de pensiones

Si nos paramos a observar los activos de bajos riesgos podemos detectar que los fondos de inmobiliarios destacan presentando un mayor nivel de rentabilidad versus un nivel de riesgo que estas, por lo que a priori sería un buen candidato para la inclusión en fondos como el E, D y C. Por otro lado, al revisar activos de mayor riesgo destacan las acciones en Chile lo que rompe un poco el paradigma de que está establecido que las acciones del país no son buenos activos de inversión, estas no solo presentan una buena relación entre rentabilidad y volatilidad, y además no están afectas al riesgo del tipo cambio como es el caso de acciones extranjeras. Así mismo los índices de deuda en Distressed y el de private equity buyout destacan también, todos estos activos complementarían bastante bien los fondos B, A, y C. También podemos destacar que el Oro presenta la misma relación entre rentabilidad y volatilidad que el fondo A, por tanto, el estar en el fondo A o haber invertido en Oro habría sido lo mismo.

Al construir las rentabilidades de las diversas fuentes de información y contar con una base consolidada, podemos realizar diversos análisis descriptivos que no pueden entregar una visión a priori de la inclusión de los fondos alternativos, a continuación



Adicionalmente, analizamos la correlación de entre estos activos con los fondos de pensiones, pues por lo comentado en los capítulos anteriores sabemos que el riesgo total de una cartera no solo una media ponderada de los riesgos de los activos, sino que también se incorpora dentro de este cálculo la correlación entre cada activo con la cantera, así activos con buena proporción de rentabilidad retorno que presenten poca correlación con las carteras de pensiones, serán activos que nos podría mejorar la relación entre rentabilidad y volatilidad. En la siguiente gráfica podemos observar la correlación del fondo C con todos los activos alternativos, así como señala a literatura podemos notar que para algunos activos se presentan correlaciones negativas como son el caso de capital Privado, lo fondos inmobiliarios, y los fondos de infraestructura. Por otro lado, existen fondos que presentan baja correlación como es el caso de Venture Capital Index, Fund of Funds Index y el Oro.



Si consideramos la información e los dos gráficos podemos identificar que los fondos inmobiliarios por un lado ofrecen una muy buena proporción entre rentabilidad y volatilidad, y además nos entregan correlaciones negativas, lo que nos implica que a la hora de implementarlas en las carteras de los fondos pensiones no permitiría aumentar la rentabilidad y disminuir el riesgo a la vez. Por otro lado, la inclusión de activos como de infraestructura, capital privado y oro a priori podrían ser buenas opciones para incrementar la rentabilidad de los fondos, pues si bien presentan una proporción similar de rentabilidad y volatilidad, destacan en contar con baja correlación con las carteras de pensiones.



## Anexo A

### **1. Mala Situación de los mercados bursátiles durante 2000-2002 y durante 2007-2009.**

A raíz del fin de la burbuja tecnológica los Bancos Centrales de Europa y Estados Unidos decidieron comenzar una senda bajista de tipos de interés. En la década de los años 2000, los principales mercados bursátiles sufrieron las dos grandes correcciones desde el crack de 1929. El mal comportamiento de la renta variable hizo que muchos inversores trataran de sustituir acciones por otros activos poco correlacionados con la renta variable, como es el caso de la mayor parte de las inversiones alternativas.

### **2. El deseo de mostrar mayor sofisticación**

Los inversores en activos alternativos, tales como fondos de cobertura o capital riesgo, a menudo, son vistos por otros inversores como más sofisticados, e incluso, más inteligentes. Dado que las inversiones alternativas tienen un alto grado de complejidad, y su entendimiento es difícil, el comprar dichas inversiones puede mandar una señal al resto de los inversores de que se posee un alto grado de conocimiento sobre los mercados financieros en general, y sobre las inversiones alternativas en particular

### **3. La creación de vehículos diversificados de gestión alternativa.**

Durante los últimos años ha existido un enorme boom de fondos que invierten la totalidad de su patrimonio en fondos de cobertura o en fondos de Private Equity. Estas instituciones de inversión colectiva son conocidas habitualmente como fondos de fondos (por ejemplo, a los fondos de fondos que invierten su patrimonio en Hedge Funds, se les conoce como fondos de fondos de Hedge Funds). Los fondos de fondos son carteras diversificadas de instituciones de inversión colectiva, y cobran una comisión de gestión, por tanto, la compra de un fondo de fondos supone que el inversor soporta dos comisiones, la del fondo de fondos y la de los fondos que tiene el fondo de fondos en su cartera. Las ventajas de los fondos de fondos son múltiples, entre las que cabe destacar la gran diversificación, el acceso a productos complejos o incluso cerrados para muchos inversores, o la selección profesional de activos alternativos, pero tal vez el mayor éxito de estos fondos de fondos sea el ofrecer gran rentabilidad,

mediante relativamente modestas comisiones. El desarrollo de los fondos de fondos ha supuesto, indudablemente, un gran flujo inversor hacia las inversiones alternativas.

#### **4. Creación de estructura que puedan ser adquiridas por clientes minoristas.**

En los últimos años la banca de inversión y la banca privada han desarrollado muchos tipos de estructuras para posibilitar que los inversores minoristas accedan a las inversiones alternativas.

Las estructuras más usadas recientemente son tres: bonos referenciados a inversiones alternativas, los Exchange Traded Funds (ETFs) y acciones cotizadas cuya inversión principal es un activo de gestión alternativa.

Los bonos referenciados a inversiones alternativas son, normalmente, emitidos por un banco de inversiones. El rendimiento del bono está basado en el comportamiento de un activo alternativo concreto o de una cesta de activos alternativos. Dichos bonos pueden tener capital garantizado a vencimiento. Este tipo de estructuras es muy común entre los clientes de la banca privada. Los ETFs son fondos cotizados que, habitualmente, reflejan el comportamiento de algún índice. En los últimos años han sido varios los ETFs que se han creado referenciados a diversos índices de materias primas, o incluso a materias primas concretas, como el oro o la plata.

Por último, existen empresas cotizadas cuyo único activo es una o varias inversiones alternativas, como por ejemplo un fondo de fondos de Hedge Funds o un Hedge Fund determinado. Dichas empresas cotizadas suelen publicar un valor líquido semanalmente. El precio de cotización de la acción puede estar por encima o por debajo del valor líquido, aunque los promotores de la acción suelen establecer procedimientos para que en el largo plazo el precio de cotización de la acción no se desvíe mucho del valor de liquidación

#### **5. Altas comisiones de muchos productos**

Los fondos de cobertura, los fondos de capital riesgo y otros vehículos de inversión alternativa, habitualmente, tienen unas elevadas comisiones de gestión. Normalmente, el inversor en este tipo de activos paga una comisión fija que se calcula sobre el patrimonio invertido, y otra variable, en función de los rendimientos obtenidos. Las altas comisiones, lejos de haber sido un gran impedimento al crecimiento de la industria, han provocado que

numerosas gestoras de activos tradicionales se interesaran por la gestión de inversiones alternativas. También las bancas privadas, atraídas por las altas comisiones, han buscado fórmulas para ofrecer dichas inversiones a sus clientes.

## Clasificación de fondos de inversión

La asociación Chilena de Administradoras de Fondos creó una clasificación detallada, que busca segmentar los fondos por distintos tipos y subtipos, según la política de inversiones estipuladas en el reglamento interno de cada fondo de inversión:

Las Clasificaciones son las siguientes:

### Fondo de Deudas

Fondos de inversión cuya política de inversión, estipula que el objetivo de la inversión sea instrumentos de deuda, de emisión nacional o extranjeros (al menos un 70%).

**Deuda Chilena:** Fondos cuya política de inversión estipule en su reglamento interno tiene como objeto invertir en deuda de emisión nacional (al menos el 70%).

- **Deuda Chilena Corporativa:** Instrumentos de deuda de emisores nacionales corporativos.
- **Deuda Chilena otros:** Instrumentos de deuda de emisores nacionales distintos a bonos Corporativos y Soberanos.

**Deuda Latam:** Fondos cuya política de inversión estipule en su reglamento interno que tiene como objeto invertir en deuda de emisión latinoamericanos (al menos el 70%).

- **Deuda Latam Corporativa USD:** Instrumentos de deuda de emisores latinoamericanos corporativos denominados en dólares.
- **Deuda Latam otros:** Instrumentos de deuda de emisores latinoamericanos distintos a bonos Corporativos y Soberanos.

**Deuda Global:** Fondos cuya política de inversión estipule en su reglamento interno que tiene como objeto invertir en deuda de emisión fuera de latinoamericanos (al menos el 70%).

### **Fondo Accionarios**

Fondos de inversión cuya política de inversiones, estipula que el objetivo de la inversión sea acciones de emisores nacionales o extranjeros.

**Acciones Chilenas:** Fondos constituidos principalmente de acciones emitidas en Chile (al menos el 70%).

**Acciones Latam:** Fondos constituidos principalmente de acciones emitidas en países latinoamericanos (al menos el 70%).

**Acciones País:** Fondos constituidos principalmente de acciones emitidas en un único país distinto a Chile (al menos el 70%).

**Acciones Otros:** Fondos constituidos principalmente de acciones emitidas a alguna región distinta a Latam o fondo de carácter Global (al menos el 70%).

### **Fondos Mixtos**

Fondos de inversión cuya política de inversiones estipula que el objetivo de la inversión, sea Instrumentos de deudas e inversiones en acciones con el propósito de equilibrar dos objetivos: preservación de capital y capitalización.

**Balanceado:** Combina inversiones en instrumentos de deudas e inversiones.

**Fondo de retorno absoluto:** Fondos cuya política de inversiones estipule que el objetivo de la inversión del fondo sea obtener una rentabilidad, objetivo poco relacionado con los mercados y dentro de un rango de volatilidad esperada, a través de la inversión en instrumentos de renta fija, acciones y derivados.

### **Fondos Inmobiliarios**

Fondos de inversión cuya política de inversiones, estipula que el objetivo de la inversión sea fondo orientado al sector inmobiliario.

**Rentas:** Fondos cuya política como objetivo constituidos principalmente de acciones emitidas en Chile (al menos el 70%).

**Desarrollo:** Fondos constituidos principalmente de acciones emitidas en países latinoamericanos (al menos el 70%).

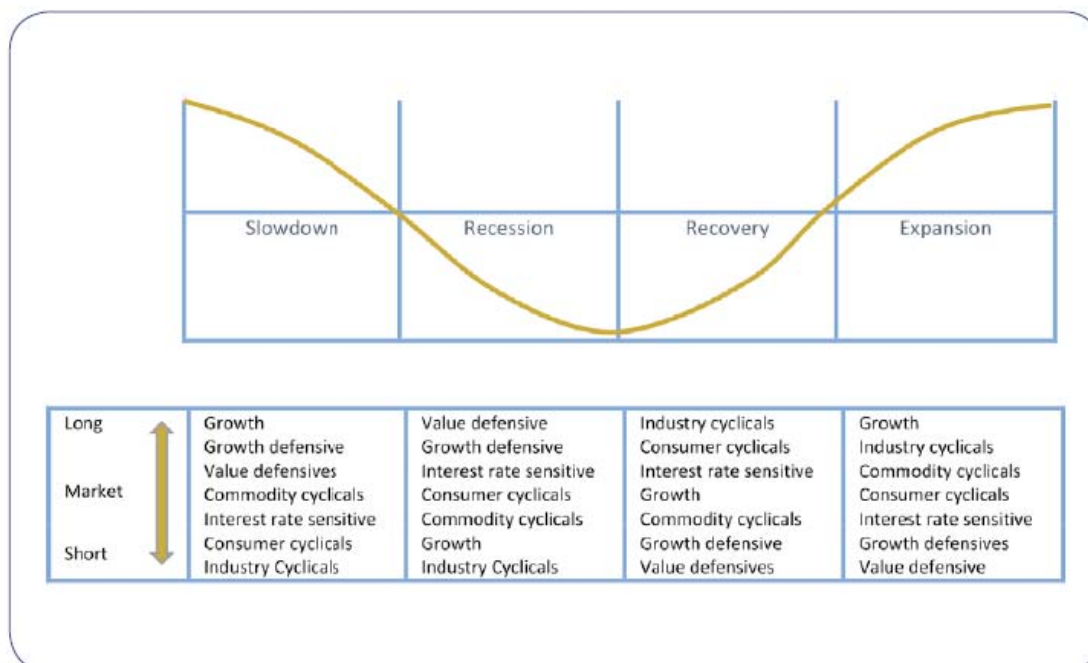
**Plusvalía:** Fondos constituidos principalmente de acciones emitidas en un único país distinto a Chile (al menos el 70%).

**Mixto:** Fondos constituidos principalmente de acciones emitidas en un único país distinto a Chile (al menos el 70%).

Por otro lado, los fondos de pensiones en Estados Unidos indican que los fondos alternativos son parte fundamental dentro de su Portafolio de inversiones, a modo de ejemplo, una encuesta de Asset Allocation objetivo en los fondos de pensiones de Estados Unidos en enero del 2015 realizada por efinance arrojó que en promedio un 52% de los fondos está invertido en acciones, un 29% en bonos o renta fija, un 18% en instrumentos alternativos y un 1% en caja.

### El ciclo económico y sus efectos en los rendimientos de los activos

**GRAFICO 2: SECTORES SEGÚN MOMENTO ECONÓMICO.** FUENTE: ELABORACION PROPIA



A continuación, se muestran distintas clases de activos y sus rentabilidades.

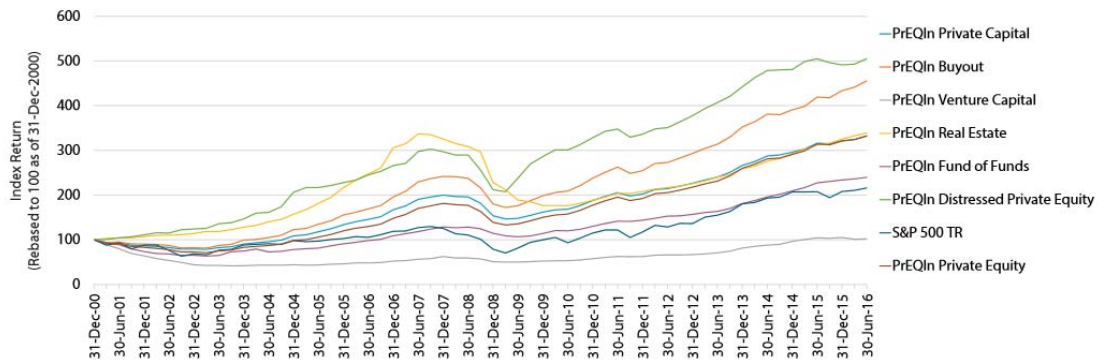


Fuente Goldman Sachs.

Se aprecia que todos tienen un ROI acumulado mayor que 1.00X, al menos esta observación da la tranquilidad de que el peor error que se puede cometer al incluir los fondos alternativos es dejar de ganar, en ningún caso, que se haya dado en el pasado, el rescate será menor que lo invertido. Además, se observa que el capital privado, es el principal activo que a simple vista debiera incluirse.

Según el estudio de rentabilidad a junio del 2016 de los fondos privados preparado por PREQIN, establece que el retorno desde el año 2000 ha sido de 3,5 veces, mientras que el S&P500 ha sido un poco mayor a 2,2 veces.

Fig. 12: PrEQIn Quarterly Index: All Strategies



Vemos que los fondos privados de empresas insolventes crecen cerca de 5 veces, más del doble que el S&P 500.

Un estudio realizado por Thompson Reuters el 2008 estimó que el índice PEPI, que invierte en capital privado tuvo un retorno en los últimos 20 años de 15,4% anualizado excluyendo comisiones, más del doble que el 7,5% que rentó el S&P500 en el mismo periodo.

## Anexo B

10 April 2006, Financial Times:

“Mark O'Hare, managing partner of Private Equity Intelligence, a consultancy, said: ‘Private equity has

delivered good returns net of fees ...”

3 April 2006, Financial Times:

“Private equity can seemingly do no wrong in investors' eyes. The industry is raising record amounts and returns have outstripped those from equity markets in the past few years. (...) Antoine Drean, managing partner of Triago, a private equity placement firm based in Paris, says: ‘For people looking in the rear mirror, buy-outs look great performance wise.”

26 September 2005, Financial Times

(echoes of the survey of big UK investors from the Center for Management Buyout Research)

“The main reason for investing in private equity is to boost returns, with diversification a secondary reason. The survey shows investors hope to make an average annual net return of 12.8 per cent from their private equity investments. They also expect private equity to return 4.2 percentage points more than public equity investments. (...) Their expectations have mostly been met. Nearly two-thirds said their actual returns were in line with expectations, and 13 per cent did better than expected. But 23 per cent were disappointed, saying the return was lower than expected.”

25 July 2005, Financial Times

“Despite years of good performance, private equity is still regarded as a risky asset and sidelined by many pension funds.”

## Bibliografía

- AFP Capital, “Visión y propuestas para mejorar el Sistema de Pensiones en Chile”, 2016. Disponible en: <https://www.afpcapital.cl/Noticias/Documents/AFP-CAPITAL-Propuestas-para-la-Reforma-Previsional.pdf>



- Alejandro Bernal, ¿Por qué las AFP´s podrían no estar no estar invirtiendo bien de las pensiones de los Chilenos?
- Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower. 1986. "Determinants of Portfolio Performance." *Financial Analysts Journal*, vol. 42, no. 4 (July/August):39–44.
- Cambridge Associate, Endowment Portfolios with More Than 15% Allocated To Private Investments Consistently Outperformed Peers, Julio 2016. Disponible en <https://www.cambridgeassociates.com/press-release/endowment-portfolios-with-more-than-15-allocated-to-private-investments-consistently-outperformed-peers/>
- Campbell, John, Andrew Lo, y A. Craig MacKinlay (1997). *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton.
- Chile 2008: a second-generation pension reform Superintendence of Pensions, 2008.
- Cifuentes, Arturo (2014). "Mensaje a la Comisión Bravo", *Economía y Negocios Online*, [Consulta: 7 septiembre 2015] Disponible en: <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=132127>.
- Comisión asesora presidencial sobre el sistema de pensiones, septiembre 2015.
- Crerend, W. (1995). *Institutional Investment in Hedge Funds*. Jess Lederman Y Robert A. Klein, *Hedge Funds*, pp21-pp28. New York: McGraw-Hill.
- Cristián Moreno, presidente de Ameris Capital, Las AFP y los alternativos: desafíos en la última milla, 2017, "El Mercurio".
- Federación Internacional de Fondos de Pensiones, "Fondos de pensiones: Inversiones en Vivienda e Infraestructura", Diciembre de 2011, Disponible en: [https://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/estudio\\_src\\_fondo\\_de\\_pensiones\\_inversion\\_en\\_vivienda\\_e\\_infraestructura.pdf](https://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/estudio_src_fondo_de_pensiones_inversion_en_vivienda_e_infraestructura.pdf)
- Federación Internacional de Fondos de Pensiones, Presentaciones del seminario "Las oportunidades y desafíos de las inversiones de los fondos de pensiones y del ahorro previsional voluntario", 19 y 20 de mayo 2016, Panamá.

- Lecturas FIA, Gestión en activos tradicionales y alternativos,
- Fiona Stewart Romain Despalins Inna Remizova, World Bank Policy Research Paper WPS8136, “Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification”, Julio 2017.
- Fiona Stewart, World Bank Policy Research Paper WPS6885 “Providing incentives for long-term investment by pension funds: the use of outcome-based benchmarks”, 2014.
- Fitch Rating y ACAFI, Fondos inmobiliarios rentan 10% en promedio en los últimos cinco años, diciembre 2017, “El Mercurio”. Disponible en:  
<http://www.elmercurio.com/Inversiones/Noticias/Fondos-Mutuos/2017/12/09/Fondos-inmobiliarios-rentan-10-en-promedio-en-los-ultimos-cinco-anos.aspx>.
- FMI, 2016. Chile: Staff Concluding Statement of the 2016 Article IV Mission. Disponible en: <http://www.imf.org/en/News/Articles/2016/11/02/MS110216-Chile-Staff-ConcludingStatement-of-the-2016-Article-IV-Mission>
- Ibbotson, Roger G., and Paul D. Kaplan. 2000. “Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?” Financial Analysts Journal, vol. 56, no. 1 (January/February):26–33.
- José Ramón Valente V, Diversificación Internacional: una alternativa para las necesidades de inversión de los fondos de pensiones, 1988.
- Juan Ramón Caridad, Leyre Fernández, Irene López, Rafael Hurtado, Rafael Gallardo, José Antonio Cerón, Juan José Tenorio, Pablo Haro, Paz Ambrosy, Juan José Fernández, Jacobo Zarco and Carlos Ferrer, “Lecturas FIA - Gestión de activos tradicionales y alternativos”, 2016
- Ludovic Phalippou and Oliver Gottschalg, The Performance of Private Equity Funds, septiembre 2006.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, “Texto único ordenado de la ley del sistema privado de administración de Fondos de Pensiones”, 29 de Junio de 2016.
- Narasimhan Jegadeesh Roman Kräussl and Joshua Pollet, “Risk and Expected Returns of Private Equity Investments: Evidence Based on Market Prices”, Marzo de

2009. Disponible en:

<http://dl.icdst.org/pdfs/files/1b17c214c554fa539df6b1226601e079.pdf>

- OCDE, Pension Markets in Focus, 2017. Disponible en:  
[www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2017.pdf](http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2017.pdf)
- Pedro Escobari, Impacto de la Regulación de los Límites de Inversión de Cartera en los Fondos de Pensiones en Bolivia, 2005.
- Presidente de la república de Colombia, Decreto 2555 de 2010, 15 de julio de 2010. Disponible en:  
<http://www.dmsjuridica.com/CODIGOS/LEGISLACION/decretos/2010/2555.htm>
- Rodriguez C. y Huerga, A. (2014). Los instrumentos convertibles en acciones para la financiación empresarial en un entorno económico de restricción del crédito bancario, Revista Económica Industrial. pp89 – pp99.
- Solange Berstein, Olga Fuentes y Nicolás Torrealba, Sistema de Pensiones de Capitalización Individual ¿Cómo mitigar riesgos?, Dec, 2012. Disponible en:  
<https://www.sec.gov/fast-answers/answershedgehtm.html>
- Srinivas, P.S., Yermo, J., World Bank, “Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance?”, 1999.
- Superintendencia de Pensiones, artículo 11311, 22 de junio de 2017. Disponible en:  
<https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-article-11311.html>.
- UBS Campden Research, The Global Family Office Report 2017. Disponible en  
<http://www.globalfamilyofficereport.com/investments/>.
- Willis Towers Watson, Global Investment Matters, 2017.
- Xiong, James, Roger G. Ibbotson, Thomas Idzorek, and Peng Chen. 2010. “The Equal Importance of Asset Allocation and Active Management.” Financial Analysts Journal, vol. 66, no. 2 (March/April):22–30.