

Inversiones en Activos Alternativos y VolcomCapital PE Secondary II FI

**Superintendencia de Pensiones
24 de mayo de 2021**

**Comisión Especial Investigadora de actuaciones de la Superintendencia de Pensiones,
Comisión para el Mercado Financiero y Servicio de Impuestos Internos, en la fiscalización de
inversiones de AFP (CEI 58) Cámara de Diputados**

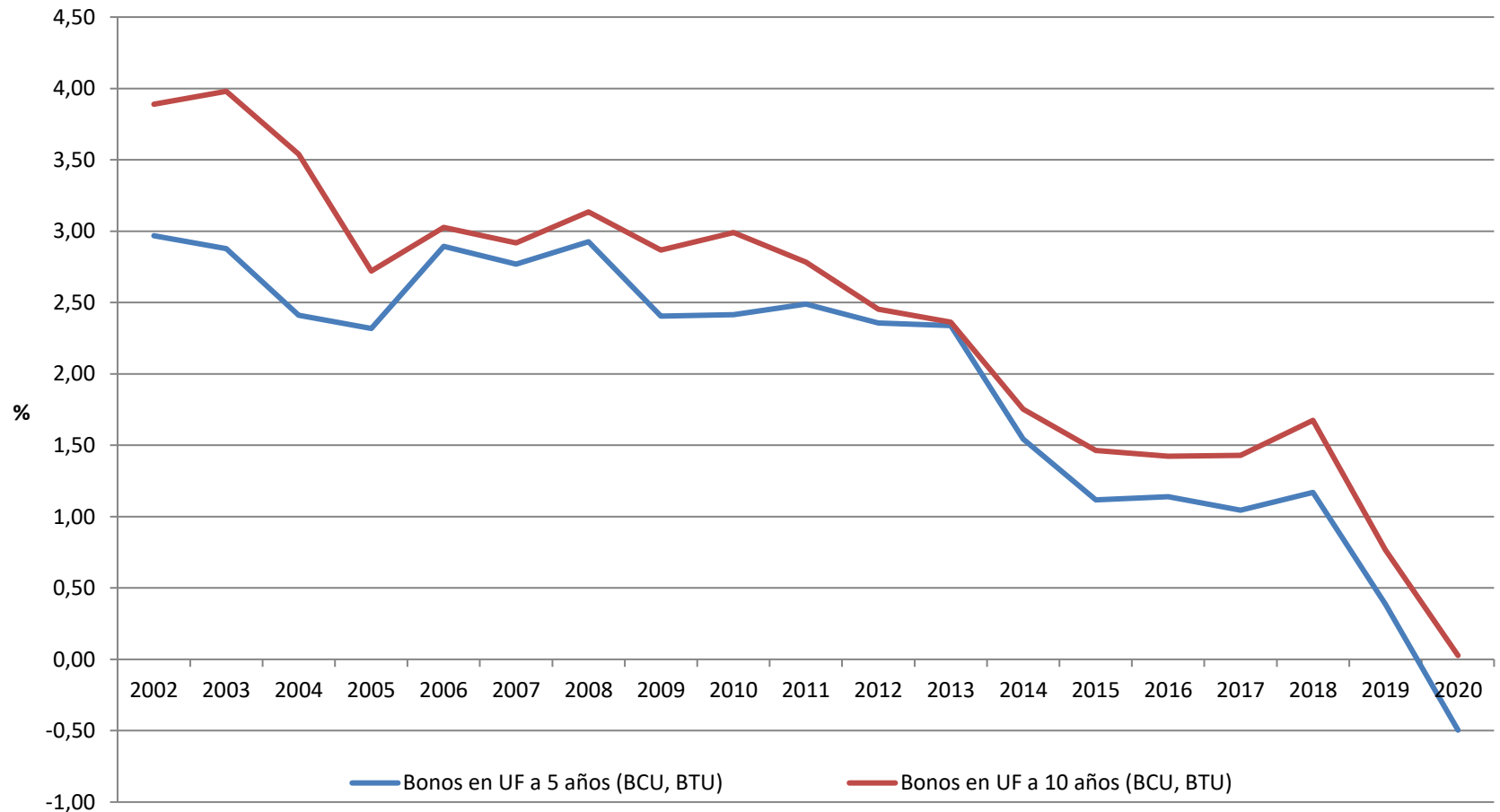
- I. ¿Por qué se autorizó la inversión en activos alternativos?
- II. Características de los activos alternativos
- III. Inversión de los fondos de pensiones en fondos de inversión
- IV. Estructura fondo de inversión activo alternativo
- V. Regulación para inversiones en activos alternativos
- VI. Inversiones en activos alternativos
- VII. Inversiones en Fondo VolcomCapital PE Secondary II FI
- VIII. Cálculo de rentabilidad en activos alternativos
- IX. Cálculo de rentabilidad Fondo VolcomCapital PE Secondary II FI
- X. Solicitudes aprobaciones de gestores internacionales

I. ¿POR QUÉ SE AUTORIZÓ LA INVERSIÓN EN ACTIVOS ALTERNATIVOS?

- ❖ Hacia fines de la primera década del presente siglo se combina una serie de factores que limitan el potencial de rentabilidad de los fondos de pensiones. Algunos de esos factores son los siguientes:
 - Disminución significativa y persistente de las tasas de interés de los instrumentos de intermediación financiera y de renta fija nacional e internacional.
 - Menores tasas de crecimiento de las economías emergentes y desarrolladas derivadas de la denominada crisis subprime (2008-2009).
 - La diversificación internacional de las inversiones de los fondos de pensiones se canalizó básicamente hacia instrumentos de oferta pública y fondos mutuos. Esto permitió una mejor diversificación de riesgos, pero igualmente la rentabilidad se ha visto afectada por los factores antes mencionados.

I. ¿POR QUÉ SE AUTORIZÓ LA INVERSIÓN EN ACTIVOS ALTERNATIVOS?

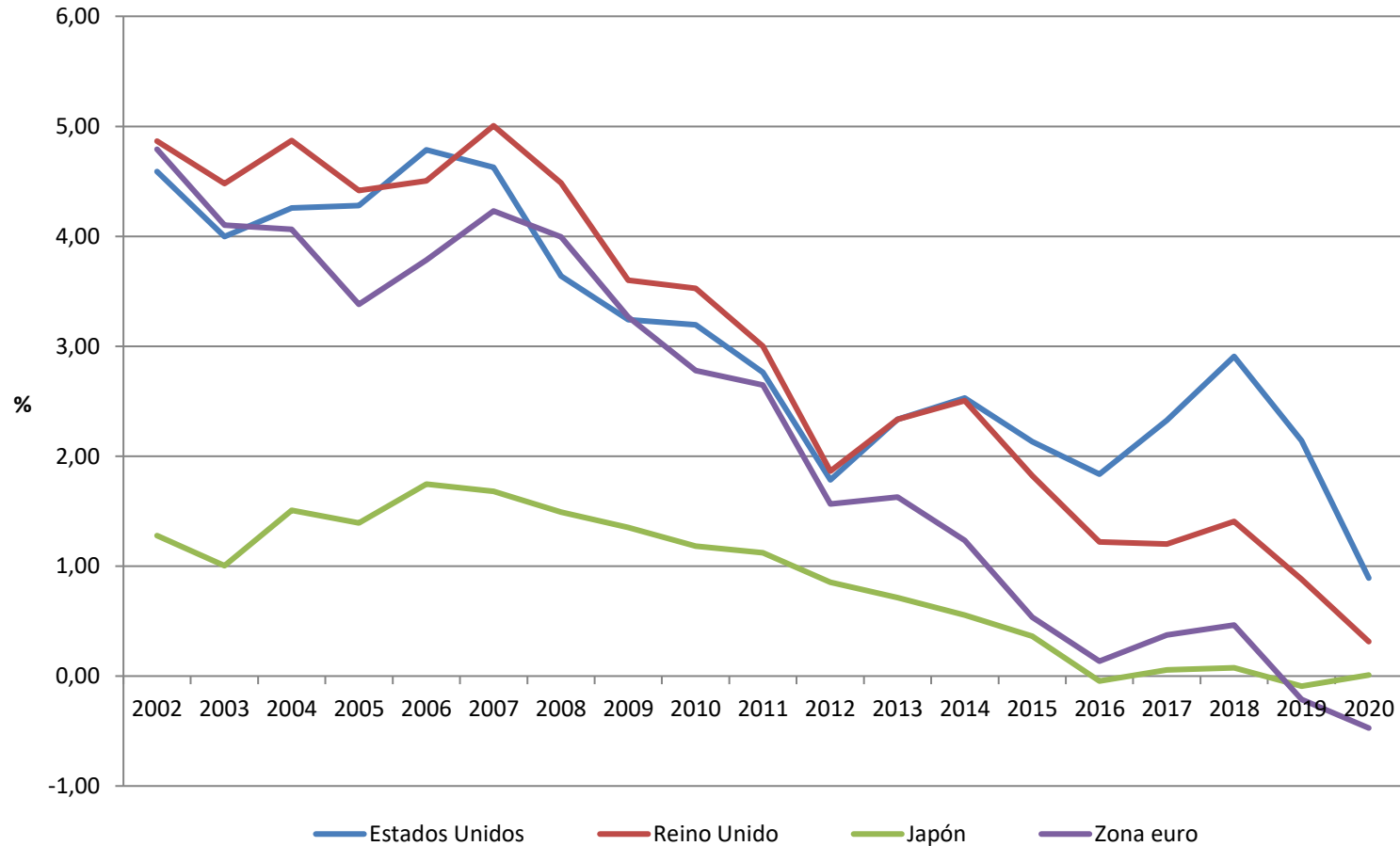
Tasas de Interés de los bonos del Banco Central y Tesorería (Chile)



Fuente: Base de Datos Estadísticos, Banco Central de Chile.

I. ¿POR QUÉ SE AUTORIZÓ LA INVERSIÓN EN ACTIVOS ALTERNATIVOS?

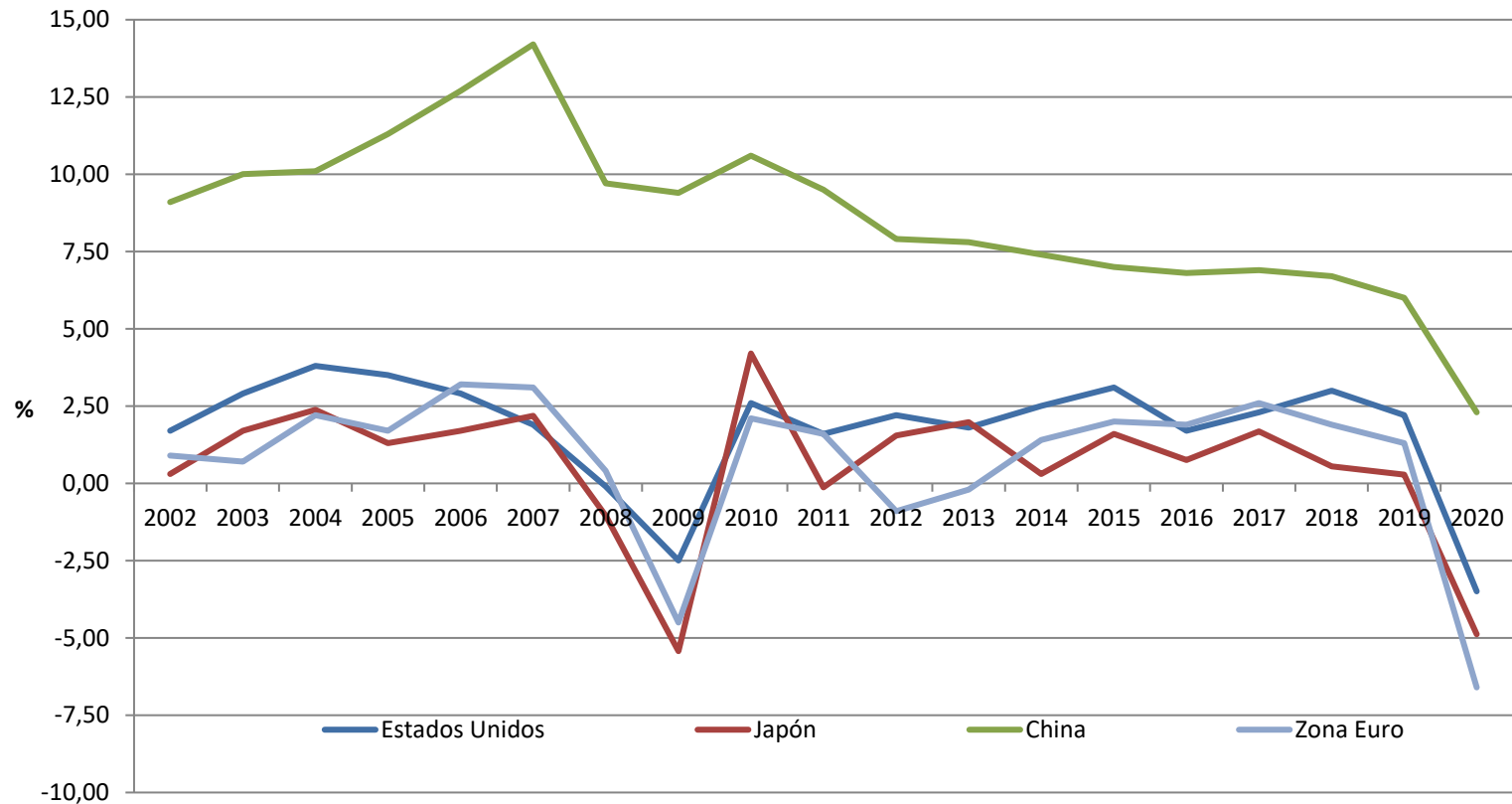
Tasas de Interés de bonos de Gobierno a 10 años



Fuente: Base de Datos Estadísticos, Banco Central de Chile.

I. ¿POR QUÉ SE AUTORIZÓ LA INVERSIÓN EN ACTIVOS ALTERNATIVOS?

Tasa de Crecimiento Real del PIB (variación %)

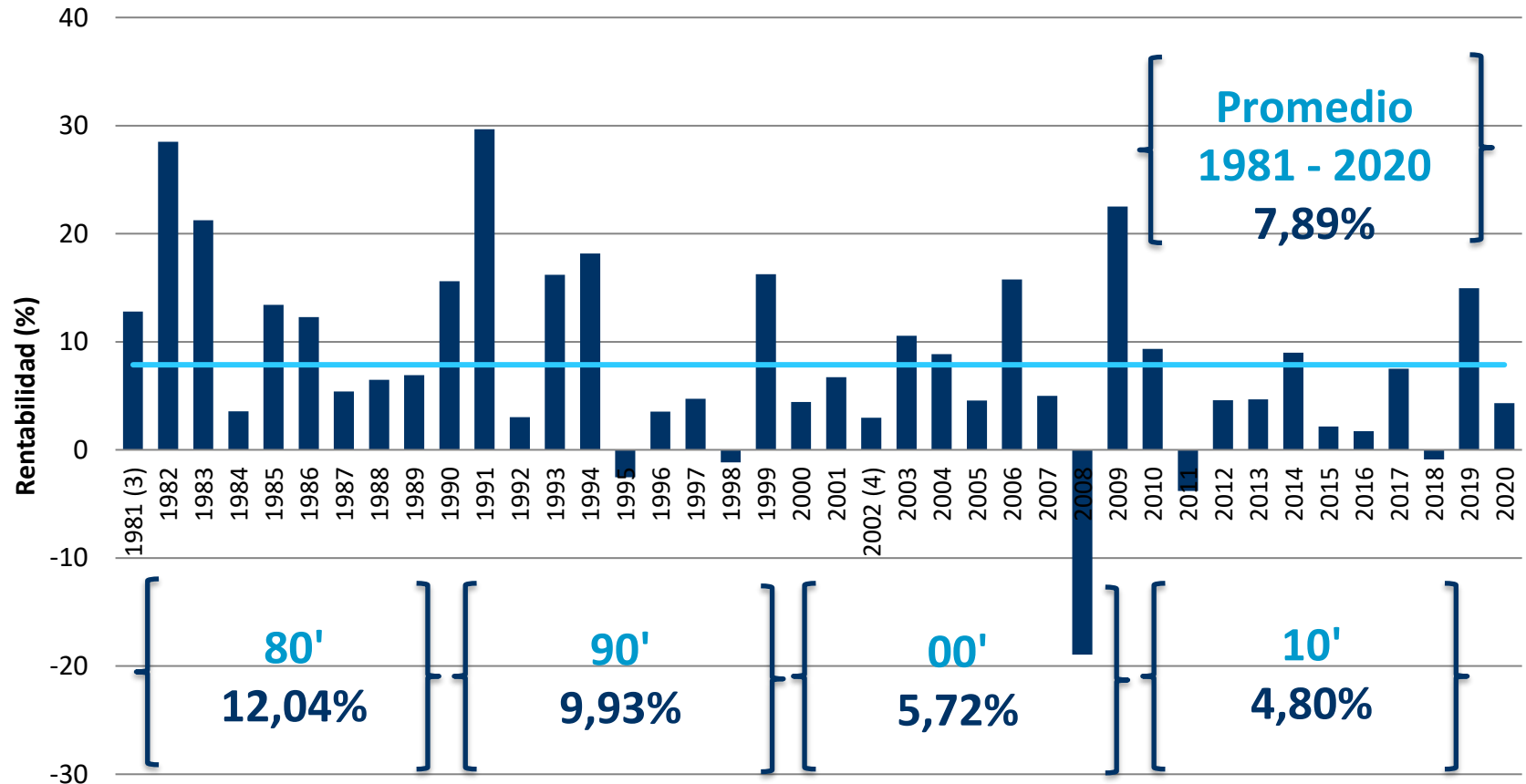


Fuente: Base de Datos Estadísticos, Banco Central de Chile.

I. ¿POR QUÉ SE AUTORIZÓ LA INVERSIÓN EN ACTIVOS ALTERNATIVOS?

Rentabilidad

Rentabilidad Fondo C, deflactada por UF (1) (2)



(1) Variación nominal deflactada por la variación de la U.F. del período. (2) Corresponde a la obtenida por las cotizaciones que se mantuvieron en el fondo respectivo o en el sistema en todo el período considerado en la medición. (3) Período julio 1981–diciembre 1981. (4) La rentabilidad hasta 2002 se calculó en base al valor cuota promedio, mientras que a partir de 2003 el cálculo se realizó a partir el valor cuota del último día del mes. La rentabilidad por décadas se calculó como la compuesta de las rentabilidades anuales.

I. ¿POR QUÉ SE AUTORIZÓ LA INVERSIÓN EN ACTIVOS ALTERNATIVOS?

- Desde el inicio del sistema de pensiones, las inversiones de los fondos se canalizaron hacia activos financieros de oferta pública, esto es, inscritos en el registro público de valores. Estos son fiscalizados por lo que hoy es la Comisión para el Mercado Financiero (CMF).
- En el ámbito internacional, las inversiones de los fondos de pensiones también se canalizaron a inversiones de oferta pública.
- Como se señala antes, por diversas razones esas alternativas de inversiones estaban limitando el potencial de rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones.
- Además, por ser inversionistas de largo plazo, los fondos de pensiones pueden realizar inversiones con períodos de maduración largo.
- En ese contexto, surgen los activos alternativos como una opción para ampliar el potencial de inversiones de los fondos de pensiones y mejorar las perspectivas de rentabilidad.

II. CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS ALTERNATIVOS

- Se trata de activos financieros bastante heterogéneos como contratos de crédito, pagarés, hipotecas, bienes raíces, fondos de capital privado, fondos de deuda privada, proyectos de inversión en infraestructura, fondos de cobertura (hedge funds), etc.
- La característica fundamental de los activos alternativos es que en esas inversiones existe un derecho derivado de un contrato, por el que se espera percibir una utilidad o beneficio económico. Por ejemplo, un contrato de inversión en infraestructura vial.
- Por su naturaleza, los activos alternativos no se transan en bolsas de valores. Para invertir en ellos, se requieren equipos con conocimiento del sector, razón por la cual se exigió que las administradoras tengan políticas de inversión y la estructura adecuada para invertir en estos activos.
- Para invertir en activos alternativos es común que la administradora se asocie con una contraparte que tenga conocimiento y experiencia específica en el sector en el que se va a invertir los recursos del fondo de pensiones.

III. INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN

CONDICIONES

- CCR aprueba parte de los fondos de inversión
- No hay fondos de inversión con participación en gestores externos.

VIGENCIA DE LA REFORMA

- Al invertir en un fondo de inversión no aprobado por la CCR se accede a un límite menor y, además, se considera para el cálculo del límite restringido (R).

VIGENCIA DE LOS CAMBIOS

- Modificación del Régimen de Inversión (CTI), 25 de octubre de 2017.
- Ajuste acuerdo 32 de la CCR, 31 de octubre de 2017.
- Desde noviembre de 2017 solo puede invertirse, directa o indirectamente, en gestores aprobados por la CCR.

Antes de
2008

2008

2009

2016

2017

2021

REFORMA PREVISIONAL

- Crea el CTI.
- Agrega el límite restringido.
- No se requiere aprobación obligatoriamente de la CCR para que una AFP invierta en un fondo de inversión local.

LEY DE PRODUCTIVIDAD

- Ley N° 20.956 se promulga el 13 de octubre de 2016.
- Hasta octubre de 2017, no estaba autorizada la inversión directa en activos alternativos, por lo que las AFP sólo podían acceder a ellos por intermedio de fondos de inversión locales.

SITUACIÓN ACTUAL

- Hay inversión indirecta en 34 gestores.
- A través de 86 fondos de inversión.
- Administrados por 14 A.G.F.

IV. ESTRUCTURA FONDO DE INVERSIÓN ACTIVO ALTERNATIVO

- Es diferente de un fondo mutuo, por cuanto éste invierte en activos de oferta pública como, por ejemplo, bonos, acciones, títulos de deuda soberana, etc.
- En cambio, los fondos alternativos normalmente corresponden a una sociedad de inversiones y ésta, a su vez, invierte en diferentes empresas y proyectos que no son de oferta pública.
- La figura más común de esas sociedades de inversión es tener una empresa con dos tipos de socios:
 - a) Socios con responsabilidad limitada o “Limited Partners” o “LP” (inversionistas, fondos de pensiones).
 - b) Socio gestor o “General Partner” o “GP”, encargado de la administración.

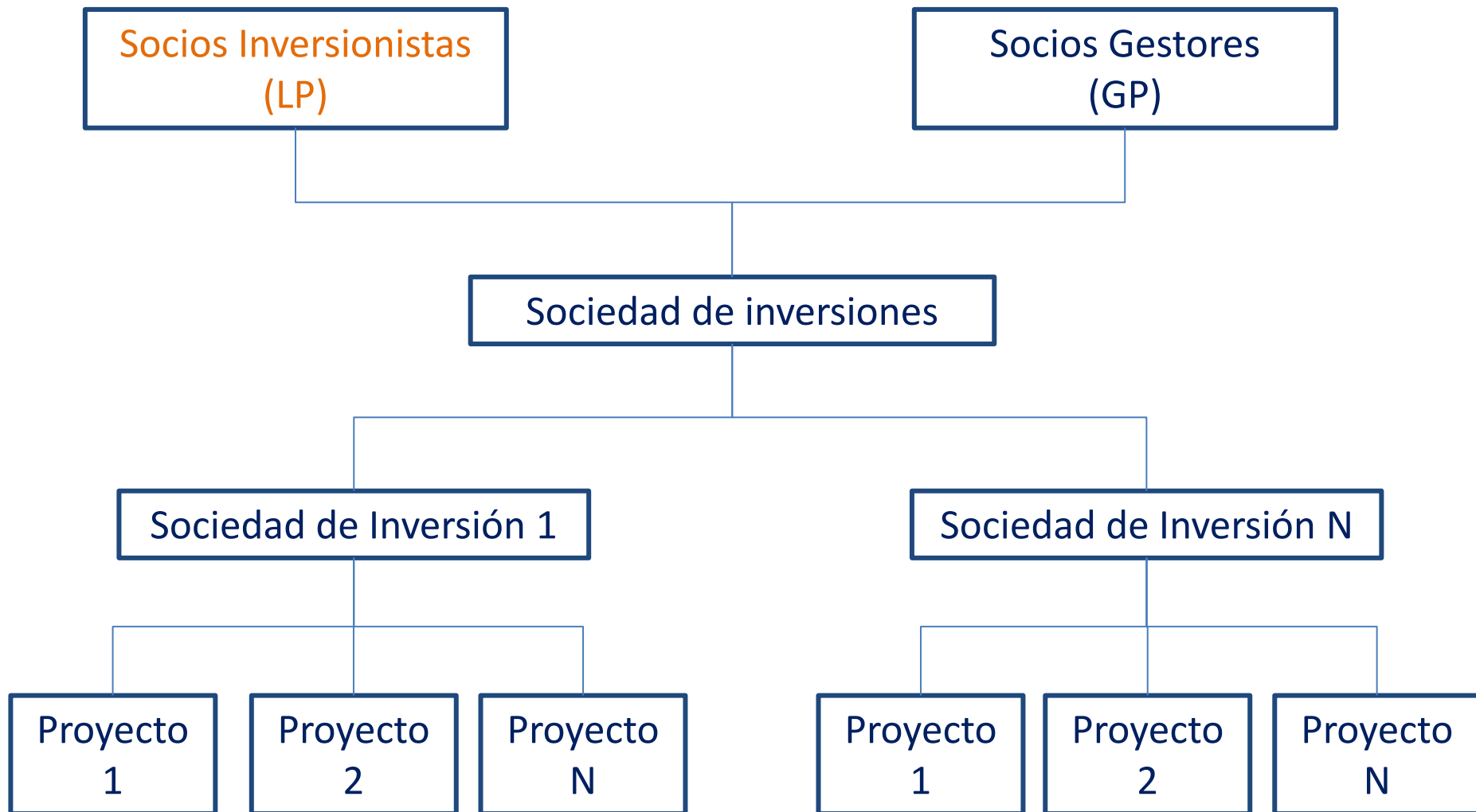
IV. ESTRUCTURA FONDO DE INVERSIÓN ACTIVO ALTERNATIVO

- La inversión en activos alternativos se encuentra respaldada en la suscripción de contratos con fuerza legalmente obligatoria.
- En esos contratos se establecen deberes y derechos, los que se formalizan a través de un conjunto de documentos en los cuales se incluye un acuerdo de participación limitada (“Limited Partners Agreement” o LPA).
- Entre los deberes de los socios con responsabilidad limitada (LP) se encuentra cumplir con un compromiso de inversión máxima por un período determinado (típicamente entre 6 a 10 años).
- La regulación chilena, para alinear intereses, establece que el socio gestor (GP) debe tener una participación en las inversiones.

IV. ESTRUCTURA FONDO DE INVERSIÓN ACTIVO ALTERNATIVO

- Los socios comprometen un monto máximo de inversión y un período de tiempo en que se puede solicitar.
- El socio gestor busca oportunidades de inversión consistentes con lo establecido en los acuerdos.
- Para financiar las oportunidades de inversión, el socio gestor realiza llamados de capital a sus inversionistas.
- Los llamados de capital se descuentan del compromiso inicial de cada socio de la sociedad de inversión.

IV. ESTRUCTURA FONDO DE INVERSIÓN ACTIVO ALTERNATIVO



IV. ESTRUCTURA FONDO DE INVERSIÓN ACTIVO ALTERNATIVO

- Las inversiones realizadas por el socio gestor pueden generar dividendos o pueden ser vendidas. En cualquiera de estos casos, los inversionistas recibirán una distribución de capital.
- Los socios gestores cobran comisiones fijas por los gastos de administración, además de comisiones variables por desempeño.
- Las comisiones variables se establecen para alinear los intereses de los inversionistas (GP y LP). El LP paga comisión por el desempeño cuando la rentabilidad de la inversión supera un determinado retorno acordado previamente entre las partes.

V. REGULACIÓN PARA INVERSIONES EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

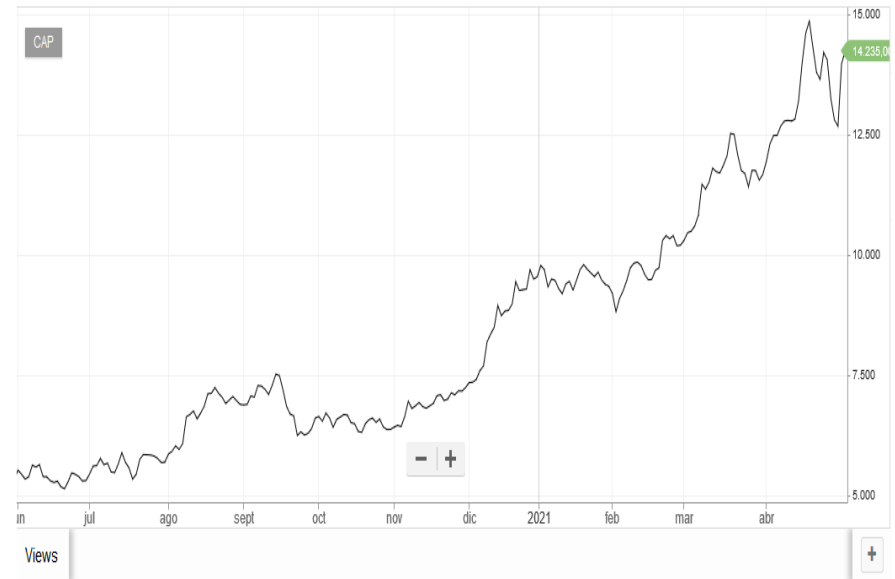
- Hasta octubre de 2017, no estaba autorizada la inversión directa en activos alternativos, por lo que las AFP sólo podían acceder a ellos a través de fondos de inversión locales.
- En la actualidad, si bien pueden invertir directamente en activos alternativos extranjeros, sigue vigente la posibilidad de hacerlo en forma indirecta a través de un fondo de inversión local.
- Para que una AFP invierta en un fondo de inversión local no se requiere la aprobación de la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR), pero en cualquier caso el gestor extranjero sí debe estar aprobado por CCR.

VI. INVERSIONES EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

- ❖ Ajustes en el precio (valor cuota) versus rentabilidad
- El valor cuota de un fondo refleja el valor de los diferentes activos y pasivos que lo componen. No considera la existencia de pagos de dividendos o reducciones de capital.
- El valor de las cuotas de un fondo de inversión varía en forma similar al de las acciones de empresas en cuanto a sus fundamentos. Su valor se ajusta principalmente por:
 1. Apreciación o depreciación de las inversiones.
 2. Pagos de dividendo o disminuciones de capital.
- El valor de las inversiones también puede verse afectado por otros factores como los cambios en las tasas de interés, estado general de la economía, “sentimiento” del mercado, situación política, cambios directivos, noticias y rumores, entre otros.

VI. INVERSIONES EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

- Un ejemplo de la apreciación o depreciación de las inversiones en función de la industria/negocio/subyacente es el caso de los commodities:



- El gráfico izquierdo muestra la evolución del precio de los futuros de acero del último año y el de la derecha muestra la evolución del precio de la acción de CAP, evidenciando su alta correlación.

VI. INVERSIONES EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

- Un ejemplo de la caída de precio por el pago de dividendos:

✓ Entre el 22 de marzo, último día para acceder al dividendo, y el día hábil siguiente, el precio de la acción cae en un monto similar al valor del dividendo.

✓ Eso no afecta la rentabilidad de la inversión, pero afecta al valor de la acción.



VII. INVERSIONES EN VOLCOMCAPITAL PE SECONDARY II FI

- En el caso específico del fondo de inversión Volcom, la evolución fue la siguiente:



ACCI...	EVENTO	PAGO POR AC...	FECHA LÍMI...	FECHA P...
CFIPES2A-E	DIVIDENDO DEF US\$ 0,01584553125	0,016	02-06-2017	08-06-2017
CFIPES2A-E	REPARTO CAPITAL US\$ 0,821875	0,000	24-10-2017	
CFIPES2A-E	DIVIDENDO PROV US\$ 0,302572075	0,303	24-10-2017	31-10-2017

VII. INVERSIONES EN VOLCOMCAPITAL PE SECONDARY II FI

- La información presentada es de acceso público y puede encontrarse en el sitio web de la Bolsa de Comercio de Santiago.
- El pago de dividendos y la disminución de capital explican en su totalidad la caída del valor cuota del fondo de inversión VolcomCapital PE Secondary II en la fecha mencionada.
- Dichos pagos entran como “efectivo” a los fondos de pensiones para ser invertidos en otros activos.
- Por otra parte, en la cartera de los fondos de pensiones existe una reducción del valor de la inversión que es contrarrestada por el ingreso de efectivo.
- Por lo anterior, la reducción del valor de la inversión se compensa con el ingreso de efectivo, de manera que no hay pérdidas de recursos o rentabilidad.

VIII. CÁLCULO RENTABILIDAD EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

- ❖ Para calcular el desempeño de la inversión, se deben considerar:
 - Los llamados de capital (flujos negativos).
 - Las devoluciones de capital (flujos positivos).
 - El valor residual del fondo en cartera.

VIII. CÁLCULO RENTABILIDAD EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

❖ Tasa Interna de Retorno (TIR o IRR)

- La Tasa Interna de Retorno es un “indicador de la rentabilidad de un proyecto. Se define como el valor de la tasa de actualización que iguala entre sí las corrientes temporales de ingresos y costos”. (sic)*
- La Tasa Interna de Retorno es la tasa de interés equivalente que tendría una inversión que genere la misma rentabilidad para el período calculado.
- El cálculo depende del valor presente de todos los flujos involucrados. Y su cálculo arrojará valores diferentes a cada momento que se estime.

*<https://old.hacienda.cl/glosario/tasa-interna-de-retorno-tir.html>

VIII. CÁLCULO RENTABILIDAD EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

❖ Consideremos un fondo hipotético con el siguiente flujo:

Motivo	Fecha	Monto
Inversión 1	05-07-2015	\$ -12.000
Inversión 2	09-03-2016	\$ -10.000
Devolución de capital	15-05-2016	\$ 3.000
Dividendo	20-08-2016	\$ 500
Inversión 3	19-10-2016	\$ -10.000
Venta inversión 1	04-04-2017	\$ 15.000
Dividendo	15-05-2017	\$ 1.000
Inversión 4	15-10-2017	\$ -10.000
Dividendo	18-05-2018	\$ 1.000
Venta Inversión 3	12-08-2019	\$ 12.000
Dividendo	20-10-2019	\$ 1.000
Venta Inversión 4	20-11-2019	\$ 15.000
Venta Inversión 2	15-12-2020	\$ 10.000

- Los montos negativos (en rojo) son las inversiones realizadas por los inversionistas.
- Los montos positivos (en celeste) son los ingresos percibidos por los inversionistas.
- El cálculo de la rentabilidad efectiva del fondo sólo se logra al final del período de vida del fondo.
- Por este motivo, se tienen que usar otras métricas de desempeño, tales como la tasa interna de retorno (TIR) y los múltiplos para evaluar el desempeño de las inversiones.

VIII. CÁLCULO RENTABILIDAD EN ACTIVOS ALTERNATIVOS

❖ Consideremos un fondo hipotético con el siguiente flujo:

Flujo hipotético				
Motivo	Fecha	Monto	Valor del portafolio*	TIR ala fecha
Inversión 1	05-07-2015	\$ -12.000	\$ 12.000	No se calcula
Inversión 2	09-03-2016	\$ -10.000	\$ 22.000	
Devolución de capital	15-05-2016	\$ 3.000	\$ 19.500	
Dividendo	20-08-2016	\$ 500	\$ 19.000	2,9%
Inversión 3	19-10-2016	\$ -10.000	\$ 30.000	7,4%
Venta inversión 1	04-04-2017	\$ 15.000	\$ 19.000	16,0%
Dividendo	15-05-2017	\$ 1.000	\$ 18.000	15,1%
Inversión 4	15-10-2017	\$ -10.000	\$ 29.000	14,9%
Dividendo	18-05-2018	\$ 1.000	\$ 29.000	12,7%
Venta Inversión 3	12-08-2019	\$ 12.000	\$ 19.000	10,3%
Dividendo	20-10-2019	\$ 1.000	\$ 18.000	10,0%
Venta Inversión 4	20-11-2019	\$ 15.000	\$ 10.000	15,6%
Venta Inversión 2	15-12-2020	\$ 10.000	\$ -	14,6%

La metodología de cálculo del valor del portafolio debe estar previamente acordada en el LPA.

- Se nota que hay fluctuaciones del cálculo de rentabilidad (TIR), que varía más en función del flujo que en función del valor de la cartera. Esto significa que para los primeros años se puede partir con una TIR negativa, la que aumenta de manera exponencial en el tiempo para estabilizarse en los últimos años. Dado lo anterior, no se calcula la TIR para los primeros años de vida de un fondo por no ser representativa.

IX. CÁLCULO CORRECTO RENTABILIDAD VOLCOMCAPITAL PE SECONDARY II FI

VOLCOMCAPITAL PE SECONDARY II FONDO DE INVERSIÓN (Serie A)				
Fecha	Tipo de Flujo	Número de Cuotas	Valor Cuota/Factor Dist	Monto USD
01-02-2016	Llamado de Capital	-160.000.000	1,0000	-160.000.000
08-06-2017	Dividendo	-	-	2.535.285
31-10-2017	Dividendo	-	-	48.411.532
31-10-2017	Disminución de Capital	-	0,2119	131.500.000
20-12-2017	Llamado de Capital	-34.518.168	0,2238	-7.725.166
20-03-2018	Llamado de Capital	-48.391.706	0,2291	-11.086.540
03-08-2018	Disminución de Capital	0	0,2158	4.220.000
24-09-2018	Llamado de Capital	-23.610.027	0,2257	-5.328.783
17-12-2018	Llamado de Capital	-5.229.128	0,2414	-1.262.311
12-02-2019	Dividendo	-	-	319.204
12-02-2019	Disminución de Capital	0	0,0053	1.436.000
17-05-2019	Disminución de Capital	0	0,0061	1.670.000
30-07-2019	Llamado de Capital	-13.559.734	0,2215	-3.003.481
30-08-2019	Disminución de Capital	-	-	1.485.700
12-09-2019	Llamado de Capital	-8.484.102	0,2263	-1.919.952
28-10-2019	Disminución de Capital	13.099.021	0,2262	2.962.999
13-12-2019	Llamado de Capital	-42.330.052	0,2275	-9.630.087
23-03-2020	Llamado de Capital	-31.267.379	0,2396	-7.491.664
25-03-2020	Llamado de Capital	-48.948.882	0,2397	-11.733.047
09-07-2020	Disminución de Capital	0	0,0051	2.065.000
03-08-2020	Disminución de Capital	0	0,0021	841.000
23-10-2020	Disminución de Capital	0	0,0060	2.426.000
09-12-2020	Saldo Final	403.240.157	0,2287	92.221.024

IRR o TIR 15,7%



IX. CÁLCULO INCORRECTO RENTABILIDAD VOLCOMCAPITAL PE SECONDARY

Valor cuota T+1
Valor cuota To

EMISOR	NEMOTÉCNICO	VALOR CUOTA		CÁLCULO EQUIVOCADO
		INICIAL (01/02/2016)	FINAL (22/11/2020)	
Volcom Capital PE Socondary II FI	CFIPES2A-E	1,0024	0,2287	-77%

-77% 

- Importante notar que es imposible garantizar que los fondos tendrán la rentabilidad esperada. Es parte de los riesgos inherentes a esta industria que algunas inversiones no lograrán los resultados esperados.

X. SOLICITUDES APROBACIONES DE GESTORES INTERNACIONALES

- Estadística general

Solicitante	Número de GPs	%
AFC Chile	4	3%
AFP Capital	5	3%
AFP Cuprum	56	39%
AFP Habitat	39	27%
AFP Planvital	10	7%
AFP Provida	23	16%
Con inversiones previas (sin solicitud)	6	4%

X. SOLICITUDES APROBACIONES DE GESTORES INTERNACIONALES

- Gestores actualmente conectados a VolcomCapital AGF

Nombre del Gestor	País oficinas principales	Fecha de Fundación	Estrategia					
			Capital Privado			Deuda Privada		
			Monto Administrado (US\$ miles de millones)	Fecha de aprobación CCR	Solicitante	Monto Administrado (US\$ miles de millones)	Fecha de aprobación CCR	Solicitante
Ardian	Francia	1996	75,7	ene-18	AFP Cuprum	6,7	feb-19	AFP Cuprum
CVC	Reino Unido	1981	50,1	feb-19	AFP Habitat	18,4	jun-18	AFP Cuprum
Triton Partners	Jersey	1999	9,25	mar-18	AFP Habitat			
Starwood Capital	EEUU	1991						
Platinum EA	EEUU	1995	11,4	ago-18	AFP Habitat			

Nombre del Gestor	País oficinas principales	Fecha de Fundación	Estrategia					
			Infraestructura			Bienes Raices		
			Monto Administrado (US\$ miles de millones)	Fecha de aprobación CCR	Solicitante	Monto Administrado (US\$ miles de millones)	Fecha de aprobación CCR	Solicitante
Ardian	Francia	1996	14,7	ene-18	AFP Cuprum			
CVC	Reino Unido	1981						
Triton Partners	Jersey	1999						
Starwood Capital	EEUU	1991				57,4	sept-20	AFP Habitat
Platinum EA	EEUU	1995						

Inversiones en Activos Alternativos y VolcomCapital PE Secondary II FI

**Superintendencia de Pensiones
24 de mayo de 2021**

**Comisión Especial Investigadora de actuaciones de la Superintendencia de Pensiones,
Comisión para el Mercado Financiero y Servicio de Impuestos Internos, en la fiscalización de
inversiones de AFP (CEI 58) Cámara de Diputados**