

LA INDUSTRIA CHILENA EN ALERTA por los cambios que podrían afectar la INVERSIÓN DE AFPS EN ALTERNATIVOS

La reforma de pensiones aprobada a principios de 2025 va en curso, incorporando de a poco una variedad de cambios de todo orden, incluyendo la adopción de un modelo de fondos generacionales. Algunos de ellos, eso sí, como la definición regulatoria de glidepaths y benchmarks y la licitación de stock de afiliados, podrían impactar los programas de inversión en alternativos de los fondos de pensiones locales. Mirando hacia delante, las AFPs Capital y Cuprum y los placement agents Picton y HMC Capital sondean las dificultades que estos elementos plantean y las medidas que se podría tomar al respecto.

Después de años y años de intentos de reformar el sistema de pensiones de Chile –pionero del modelo de capitalización individual obligatoria desde la década de los 80s–, la reforma aprobada a inicios de 2025 se sintió como una victoria al sector. Sobrevivieron las AFPs –en un momento se propuso dejar sólo como asesoras de inversiones–, se cerró la puerta a un sistema de reparto, se aumentó la tasa de cotización... No sorprende que el tema pasara el año entero sobre la mesa, en el corazón de discusiones de estrategia, pasillos y seminarios, incluyendo el cóclave de la FIAP, cuya última edición se celebró en Santiago.

Ahora que se han despejado los grandes temas aparecen detalles cada vez más importantes. Aún quedan bastante incógnitas por delante, antes de que se implementen todas las modificaciones necesarias, pero la industria de gestión

Desde que los reguladores abrieron la puerta a la inversión en alternativos, en 2016, estos han tomado mayor prominencia en el mercado chileno

de activos –tanto las AFPs como el ecosistema de firmas de inversión con las que estas interactúan– ya tienen identificadas algunas iniciativas que podrían impactar una pieza clave del diseño de portafolios para inversionistas institucionales: las inversiones en activos alternativos.

Estas clases de activos han ido tomando una creciente importancia para la gestión de inversiones en Chile, en línea con una tendencia global, y los fondos de pensiones dan cuenta de esto. Desde que los reguladores abrieron la puerta a la inversión en alternativos, en 2016, estos han tomado mayor prominencia en el mercado chileno. Los límites iniciales fueron elevados en

2020 y luego, nuevamente, en 2023. Actualmente, esos techos están aumentando gradualmente, hasta llegar a un rango de 6% a 20%, según el nivel de riesgo, en el esquema actual de multifondos.

De momento, sobre cómo se verán los límites en alternativos en el nuevo régimen, de fondos generacionales, sólo se puede especular.

La cartera, en cifras

La cartera actual de inversiones en mercados privados de las siete AFPs del sistema local ronda el 5% del AUM total, por debajo del posicionamiento que se observa en institucionales de mercados desa-

rrollados. Sin embargo, las posiciones son variadas, con una marcada preferencia por los alternativos extranjeros.

Cifras de la Superintendencia de Pensiones a octubre de 2025 –último dato disponible al momento de editar esta nota– muestran que los fondos de pensiones invierten sobre 9.890 millones de dólares en vehículos de inversión y co-inversiones de este tipo en el extranjero. Esto suma 6.075 millones de dólares en fondos de private equity y 125 millones de dólares en co-inversiones de capital privado; 1.632 millones de dólares en vehículos de deuda privada y 3,7 millones de dólares en co-inversiones de deuda privada; junto con 1.437 millones de dólares en fondos de infraestructura y 618 millones de dólares en fondos inmobiliarios.

En la cartera de alternativos nacionales, los fondos de inversión –de distintas clases de activos– suman 1.774 millones de dólares, junto con posiciones por 50 millones de dólares en sociedades en comanditas por acciones, 35 millones de dólares en sociedades por acciones y 14 millones de dólares en créditos sindicados. Todo esto ronda los 1.873 millones de dólares.



Renzo Vercelli, AFP Capital

En armonía con los fondos generacionales

Una de las características que crean una dinámica virtuosa entre los fondos de pensiones y los activos alternativos es que los largos horizontes de inversión de los portafolios institucionales se armonizan con la iliquidez de los mercados privados.

“Los fondos generacionales, al tener mayor claridad de la fecha de uso de los ahorros (edad de pensión) y, en el caso de Chile, al no existir la posibilidad de estar cambiándose de fondo, permiten aumentar la inversión en activos menos líquidos”, indica a Funds Society el gerente general de AFP Capital, Renzo Vercelli, con el objetivo de “aspirar a retornos más altos en el largo plazo para los afiliados”.

Desde AFP Cuprum concuerdan con el diagnóstico, calificando al nuevo sistema de fondos como una “mejora sustancial” respecto a los multifondos, ya que permiten aprovechar mejor la prima de iliquidez. “Además, permitiría adaptar la estrategia de inversión al ciclo de vida de cada afiliado. Por ejemplo, se podría invertir en activos con mayor potencial de retorno para los más jóvenes y en opciones más conservadoras y de preservación de capital, como la deuda privada, para aquellos que están más cerca de la jubilación”, acota Angélica Rojas, gerente de Activos Alternativos de la firma.

Sin embargo, más allá del diseño grueso de los fondos, son las determinaciones más finas las que tienen a la industria financiera local al borde de la silla. Dos variables cla-

ve que el mercado está esperando son la determinación del glidepath –un plan de inversiones que delinea cómo evolucionarán las ponderaciones de una cartera en el paso del tiempo– y los benchmark que medirán el desempeño de los equipos de inversiones de las AFPs. Ambas serán determinadas por el regulador –con la Superintendencia de Pensiones siendo asesorada por la consultora Mercer–, en una decisión que no tiene a la industria muy contenta.

El dilema de los glidepaths

La preocupación desde la industria es que un glidepath común vaya a dejar a todos anclados a la misma estrategia de inversión, ubicando el rol de tomador de decisiones de inversión en el regulador e ignorando las realidades de los afiliados que cotizan –y ahorran– en el sistema.

“La definición de un glidepath de parte de la autoridad la hace corresponsable del desempeño que tengan los fondos”, advierte Vercelli. Para el ejecutivo, el ideal es que sean definidos por cada AFP y que las bandas que se usarán para determinar premios y castigos sean amplias. “Así, la responsabilidad del performance queda totalmente en las administradoras y se da espacio a la competencia por performance y a la innovación financiera para buscar mejores retornos ajustados por riesgo”, explica.

Como el glidepath determina la evolución de las posiciones a lo largo del tiempo, una hoja de ruta común dejaría a todos invirtiendo en lo mismo, es la preocupación de la industria.

Renzo Vercelli, AFP Capital: “La definición de un glidepath de parte de la autoridad la hace corresponsable del desempeño que tengan los fondos”

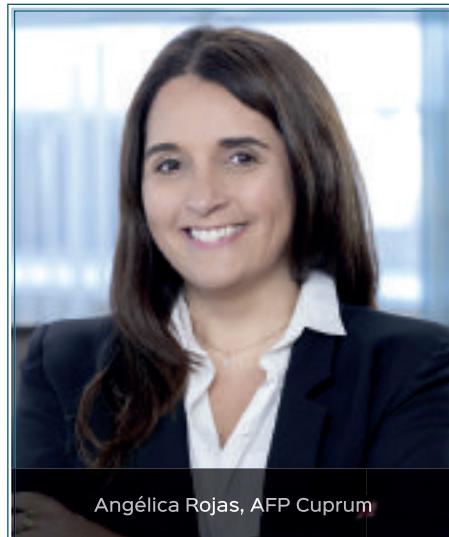
Angélica Rojas, AFP Cuprum: “Puede haber diferencias de hasta 600 puntos base en la rentabilidad entre benchmarks para un mismo tipo de activo”

Además, está el problema de la idoneidad de las estrategias de inversión, en un contexto donde las realidades de los ahorrantes son heterogéneas. “La adopción de un glidepath común asume que todos los afiliados son idénticos. Se ignora la heterogeneidad del afiliado y concentra la toma de riesgo a una sola variable: la edad”, comenta Rojas.

El asunto de los benchmarks

La reforma también va a introducir portafolios de referencia para cada fondo generacional, determinados por el regulador. Estos benchmarks se van a usar como base para una banda que determinará castigos y premios por desempeño a las AFPs. Un cambio que podría impactar la inversión en alternativos.

En mercados privados, no hay benchmarks invertibles, advierten des-



Angélica Rojas, AFP Cuprum

de la industria local, y los indicadores disponibles –como MSCI y Cambridge Associates– tienen un alto nivel de dispersión. “Puede haber diferencias de hasta 600 puntos base en la rentabilidad entre benchmarks para un mismo tipo de activo”, indica Rojas, de AFP Cuprum. Además, las consideraciones de retorno podrían ser inmediatas, sin considerar que la curva demora los resultados.

La preocupación, describen desde las AFPs, es que un corredor de retorno muy estrecho podría incentivar que la reducción de tracking error prime en el proceso de inversión, por sobre la maximización de rentabilidad. Esta es una preocupación que también hace eco entre los profesionales del sector de placement agents, las firmas que conectan a las gestoras internacionales de alternativos con los inversionistas institucionales chilenos.

“Si el benchmark se construye principalmente con activos líquidos, la

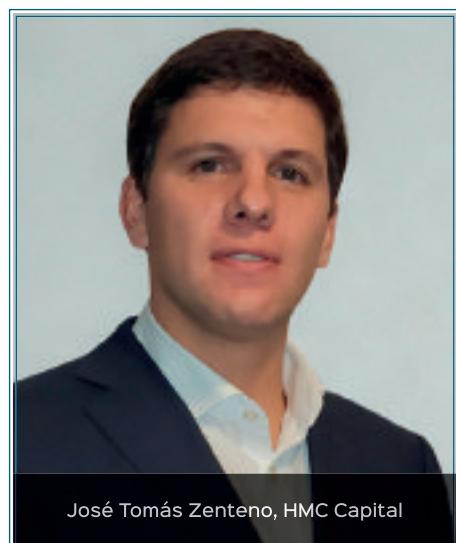
AFP tendrá menos ‘presupuesto de tracking error’ para sostener posiciones ilíquidas cuya valorización es menos frecuente y cuyos retornos se materializan en horizontes largos”, explica José Tomás Zenteno, gerente de Distribución de Activos Alternativos ex-Brasil de HMC Capital. En la práctica, augura, esto puede traducirse en programas más core, predecibles y con menos dispersión táctica; mayor foco en estrategias que calcen con el glidepath y benchmark; y una gestión más cuidadosa del ritmo de compromisos de capital.

La medida más impopular: licitación de stock

Pero sin duda, si hay un tema que genera ansiedad en el sector de gestión previsional, es el de la licitación de stock de antiguos afiliados. A partir de agosto de 2027, el 10% de los afiliados del sistema actual –elegidos de manera aleatoria– serán traspasados a la AFP que ofrezca la comisión más baja, con la posibilidad de elegir quedarse en su gestora actual.

Este mecanismo, recalcan las AFPs, choca con la lógica de largo plazo de los mercados privados. “Al representar una reducción periódica y significativa del ahorro administrado por cada fondo generacional, perjudica la inversión en activos alternativos”, indica Vercelli, de AFP Capital.

En el caso de que no sean transferibles, acota, “puede implicar que se empiece a aumentar la concentración, porque cae la base total de ahorro administrada”. Si son trans-



José Tomás Zenteno, HMC Capital

José Tomás Zenteno, HMC Capital:
“Si el benchmark se construye principalmente con activos líquidos, la AFP tendrá menos ‘presupuesto de tracking error’ para sostener posiciones ilíquidas”

feribles parcialmente –el mejor de los casos, según el profesional–, “se desequilibra la diversificación del programa de alternativos, algo que es más relevante aún en esta clase de activos, dada la amplia dispersión”.

E incluso si se pueden transferir, va a haber complejidades, recalca Matías Riutort, socio y gerente de Distribución Institucional de Activos Alternativos de Picton: “Dada la naturaleza de los activos alternativos, existe una fricción relacionada con la transferencia de los activos, por lo tanto el beneficio que se busca con la licitación está contrarrestado por el costo de implementar esta medida”. Es más, advierte, en algunos casos, el costo de transferencia podría exceder el valor del activo.

Un actor relevante: los GPs

En el mundo de los activos líquidos, un cambio de mano en la gestión de activos puede ser más o menos sencilla. El mundo de los mercados privados es muy distinto. Y parte de eso es la relación que tienen los gestores de los vehículos alternativos, los GPs, y los inversionistas, LPs.

Para las casas de inversión, dice Zenteno, de HMC, un traspaso parcial de afiliados con carteras que contienen alternativos implicaría cambiar de contraparte en pleno ciclo de vida de los fondos. Significaría volver a pasar por los proceso de revisión de inversionistas y anti-lavado de activos y, eventualmente, renegociar condiciones. Eso, explica, “podría tensionar la relación y aumentar la carga administrativa”.

A esto se suma que la AFP que recibe a estos afiliados licitados podría “quedar expuesta a futuros llamados de capital de compromisos heredados que no fueron diseñados bajo su propio pacing, afectando



potencialmente su planificación de liquidez”.

Es más, recalca Riutort, existe la posibilidad de que el manager no apruebe la transferencia, por ejemplo, por restricciones legales. “Las condiciones negociadas al momento de la inversión se perderían con la transferencia, como, por ejemplo, aquellas que permiten que el activo cumpla con las restricciones que el regulador exige a los fondos de pensiones”, indica el socio de Picton. Incluso podrían perderse algunos beneficios económicos entregados inicialmente.

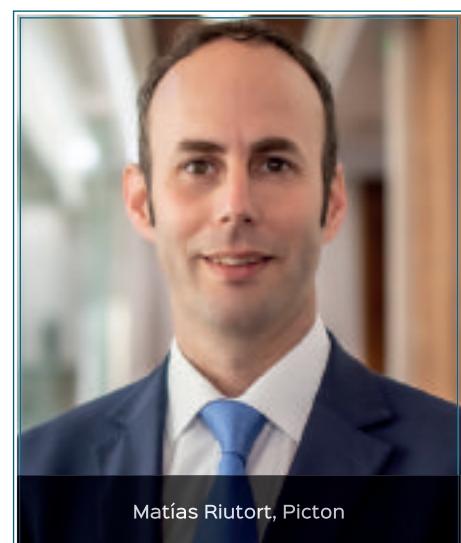
Las sugerencias de la industria

Consultados sobre las medidas que podrían implementarse para favorecer la inversión en alternativos por parte de los fondos de pensiones chilenos, los profesionales de las AFPs coinciden en que es importante tener espacio para invertir

Matías Riutort, Picton:
“Las condiciones negociadas al momento de la inversión (entre GPs y LPs) se perderían con la transferencia”

en esta clase de activos. “Es muy importante que en la implementación de la reforma exista una adecuada holgura para diversificar de forma eficiente y tomar los riesgos adecuados para obtener una mayor rentabilidad”, recalca la gerente de Alternativos de AFP Cuprum.

Además, Rojas acota que es importante evitar una “liquidación forzosa” –un portafolio forzado a tener un 100% de liquidez– al acercarse a la edad de jubilación. “Si se obliga a liquidar los alternativos, los fondos generacionales deberán dejar de realizar compromisos con diez años de anticipación para ‘limpiar’ el portafolio”, advierte.



Matías Riutort, Picton

Una de las medidas que más preocupa al sector: a partir de agosto de 2027, el 10% de los afiliados del sistema actual –elegidos de manera aleatoria– serán traspasados a la AFP que ofrezca la comisión más baja

La licitación es otro flanco de interés, mirando a futuro. A diferencia del cambio a fondos generacionales, donde hay experiencia internacional, la rotación parcial de afiliados, recalca Vercelli. Esta iniciativa es, para el CEO de AFP Capital, “una mala política pública que quedó en la reforma de pensiones y que va en la dirección contraria de los fondos generacionales, en lo que respecta a inversión en alternativos”.

Para esto, se podría definir desde la normativa misma que los alterna-

tivos quedan excluidos o darles un mecanismo especial de traspaso gradual, acota Zenteno. Esto, indica el profesional, reduciría el riesgo de fricciones operativas y ventas forzadas y protegería la continuidad de los programas de inversión.

Otras medidas que podrían facilitar la incorporación de alternativos están relacionadas con el rayado de cancha de las carteras. Para Riutort, una sería ajustar la fórmula con la que se calculan los límites para no incluir el saldo de promesas (el mon-

to undfunded). Además, agrega, se podría definir sublímites por estrategia, para no concentrar las carteras en sólo algunas clases de activos.

Zenteno, por su parte, agrega la propuesta de hacer un marco regulatorio específico para los vehículos semilíquidos. “Muchas de las exigencias actuales fueron pensadas para fondos cerrados tradicionales y no necesariamente encajan tan bien con estructuras evergreen”, indica. ■

Javiera Donoso

FECHAS RELEVANTES DE LA IMPLEMENTACIÓN DE LA REFORMA EN CHILE

Los próximos tres años están cargados de pequeños hitos en la implementación de la reforma al sistema de pensiones chileno, aprobada por el Congreso a principios de año.

En materia de inversiones, tanto del fondo común creado por la reforma, el Fondo Autónomo de Protección Previsional (FAPP) como del régimen de inversión de los fondos previsionales, estas son las fechas claves:

- **Abril de 2026:** plazo máximo para que el Banco Central de Chile (BCCh) fije los límites de inversión; regulación de las comisiones indirectas por inversiones en activos locales.
- **Junio de 2026:** plazo máximo para definir el régimen de inversión del FAPP.
- **Septiembre de 2026:** plazo máximo para publicar del nuevo régimen de inversión de los fondos generacionales.
- **Noviembre de 2026:** entrada en vigencia del límite global de comisiones de vehículos de inversión.

- **Abril de 2027:** cambio al esquema de fondos generacionales; nueva regulación de los límites de inversión para los fondos; establecimiento de las carteras de referencia.
- **Abril de 2029:** entrada en vigencia del esquema de premios y castigos por retorno.

En materia de la definición de carteras de referencia –y la banda que determinará los premios y castigos por gestión a las AFPs–, el próximo año también traerá los resultados de la consultoría de Mercer. Después de que entregaran el primer informe, relacionado con el modelo de ciclo de vida adaptado a Chile, los siguientes entregables están agendados para 2026 son:

- **Enero:** segundo informe, con la recomendación de glidepath, benchmark y medidas desempeño.
- **Marzo:** tercer informe, con la propuesta de la firma de contenidos del régimen de inversión de los fondos.
- **Septiembre:** informe final consolidado.