

# Los Límites de Inversión de las AFAP en Activos Alternativos y las Buenas Prácticas para el Gobierno Corporativo de los Fideicomisos Financieros en Uruguay

Daniel Ferrés

Eduardo Walker

Noviembre, 2019



ANAFAP

Asociación  
Nacional  
de AFAP

# ÍNDICE



ANAFAP

Asociación  
Nacional  
de AFAP

# Índice

1. Inversiones alternativas: Introducción
2. Una tendencia mundial
3. Las inversiones reales de las AFAP en Uruguay
4. Vehículos de inversión: fideicomisos financieros
5. Los límites de inversión en Uruguay
6. Principios de gobierno corporativo

# INVERSIONES ALTERNATIVAS: INTRODUCCIÓN



ANAFAP

Asociación  
Nacional  
de AFAP

# Inversiones alternativas

- Se trata de todas las inversiones que no puedan clasificarse como títulos públicos (cotizados) de renta variable, renta fija o efectivo (CAIA, 2015)
- Categorías principales:
  - “Activos reales”
    - Inmobiliarios
    - Infraestructura
    - Recursos naturales: bosques, tierras, commodities
  - Private equity: capital privado, crédito privado
  - Hedge funds
  - Productos estructurados

# UNA TENDENCIA MUNDIAL

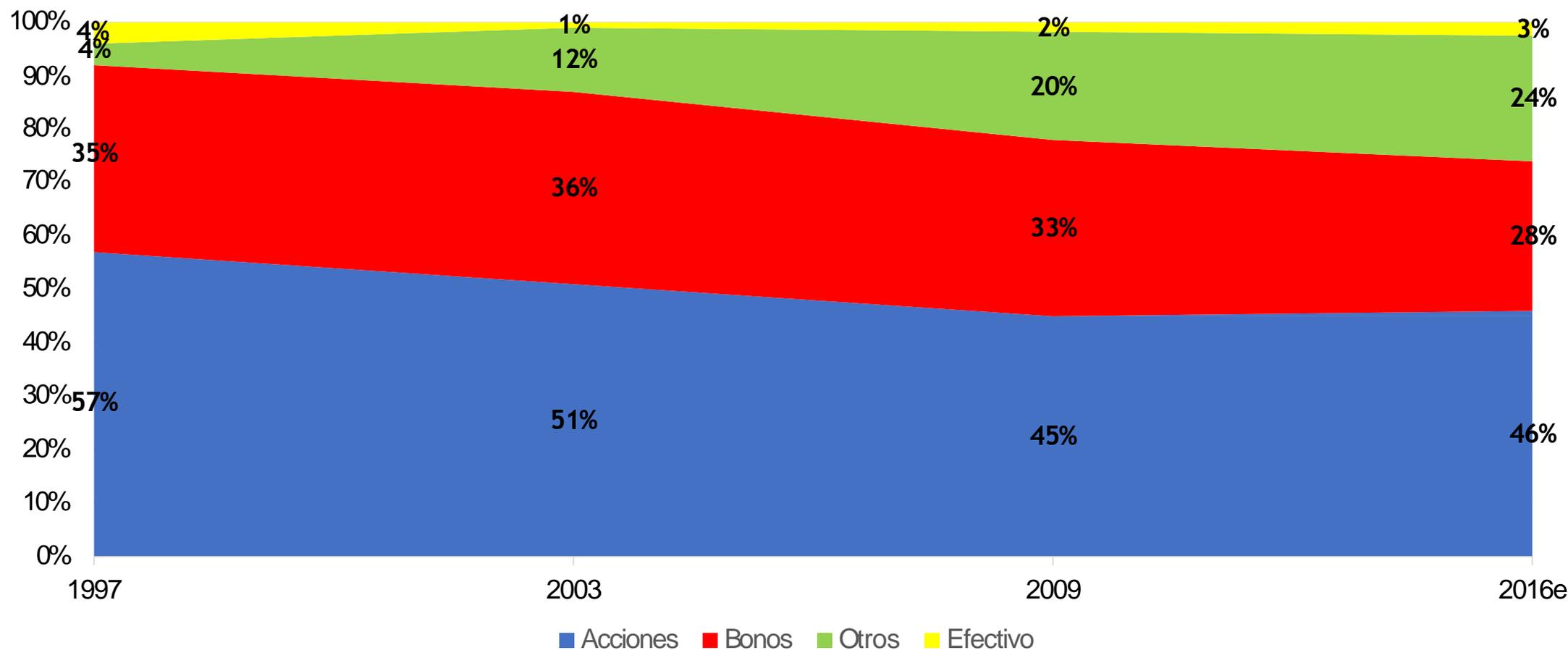


ANAFAP

Asociación  
Nacional  
de AFAP

# Inversiones de los Fondos de Pensiones

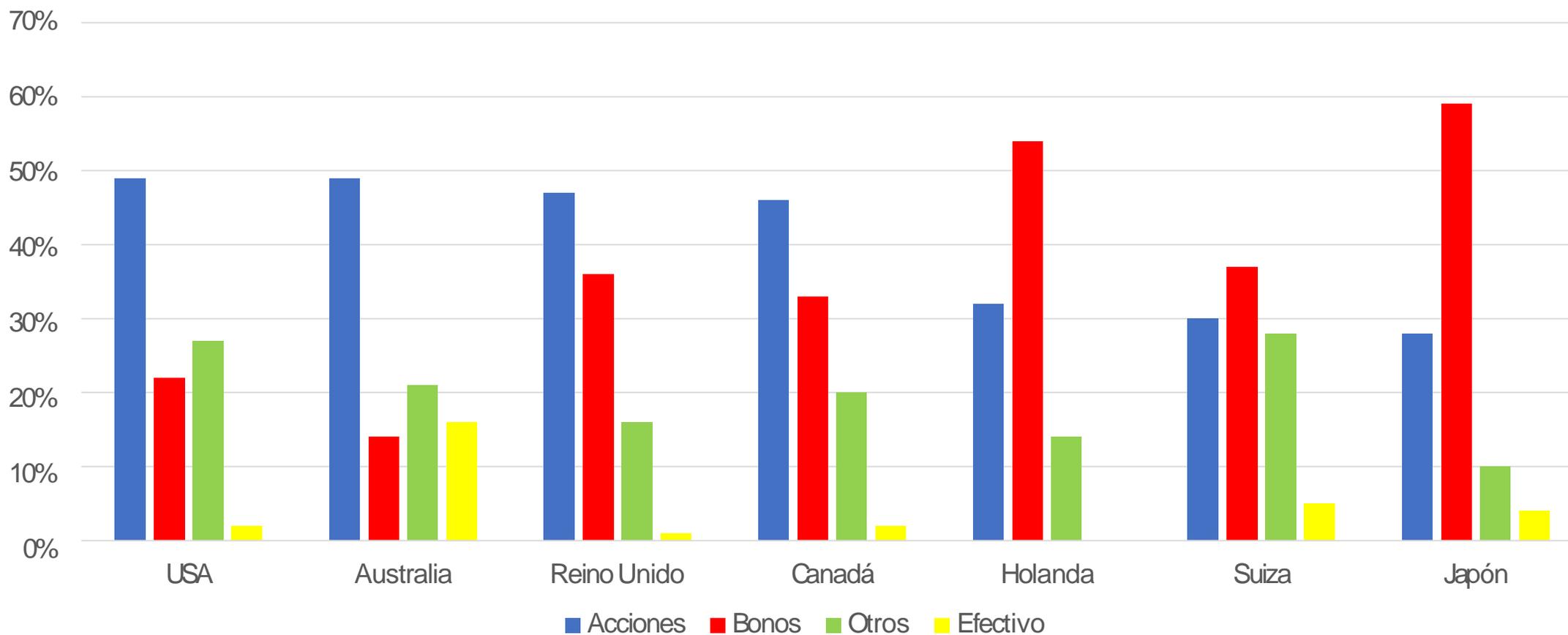
## Países desarrollados (P7), 1997 – 2016



Fuente: Willis Towers Watson

# Inversiones de los Fondos de Pensiones

## Por país, 2016



Fuente: Willis Towers Watson

# LAS INVERSIONES REALES DE LAS AFAP EN URUGUAY



ANAFAP

Asociación  
Nacional  
de AFAP

# Beneficios / Nuevas Oportunidades

- Permiten exposición a renta variable local
- Mejoran la rentabilidad a través del “premio por riesgo”
  - Incluida la “prima por iliquidez”
- Permiten inversiones de largo plazo, lo cual se condice con el horizonte de inversión de los fondos de pensiones
- Mejoran la diversificación de los portafolios, permitiendo mejores combinaciones de riesgo y retorno para el Subfondo de Acumulación
- Costos de transacción y comisiones en niveles reducidos

# Desafíos

- Opacidad
- Transparencia limitada y ausencia de *benchmarks* relevantes
- Dificultad para medir el riesgo real de estas inversiones
- Mayor dependencia de la capacidad del gestor para obtener retornos
- Ilíquidez
- Incertidumbre sobre la liquidación final de las inversiones y *sutiming*
- Dada la complejidad de las inversiones alternativas:
  - Decisiones de inversión: “*Prudent person*” (OCDE); Seguridad de las inversiones, la rentabilidad y la liquidez
  - *Due diligence* inicial es clave. Varias dimensiones: personas, plan de negocios, procesos y desempeño (track record)

# Contexto Uruguayo

- En general (Chile, Perú, Colombia y México):
  - FPrealizan proceso gradual, pasando de la renta fija estatal, a renta fija privada, a acciones nacionales, internacionales y, finalmente activos alternativos
- En Uruguay:
  - AFAP pasaron de inversiones en renta fija local a inversiones en activos alternativos, sin transitar por la experiencia de realizar inversiones en acciones locales o internacionales
- Relativamente pocas opciones de inversión
- Relativa concentración en fiduciarios y en operadores
- No es posible invertir en activos alternativos del exterior

# Contexto Uruguayo

- Inversiones alternativas son de alta importancia para el sector real en Uruguay y para el sistema previsional
- Sectores:
  - Infraestructura, forestación, agro, proyectos inmobiliarios y energía
  - Aportan valor a la economía y desarrollan sectores
  - Posibilitan nuevos proyectos e impulsan mejores prácticas empresariales
- Existen desafíos:
  - Por iliquidez e incertidumbre de los mecanismos de salida
  - Diseño y gobierno corporativo de los vehículos de inversión

# Inversiones y Máximos Legales de Inversión

## Subfondo de Acumulación y de Retiro

	Subfondo de Acumulación		Subfondo de Retiro	
	Real 2018	Máximo legal	Real 2018	Máximo legal
Literales A y G: Valores emitidos por el Estado uruguayo e instrumentos de regulación monetaria del BCU	64%	75%	73%	90%
<b>Literal B:</b> Valores emitidos por empresas públicas o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuota partes de fondos de inversión uruguayos	18%	50%	0%	0%
Literales C y H: Depósitos a plazo en moneda nacional o extranjera en bancos instalados en Uruguay	5%	30%	14%	30%
Literales D y E: Valores de renta fija emitidos por organismos internacionales de crédito o por gobiernos extranjeros de muy alta calificación crediticia	9%	15%	6%	20%
Instrumentos financieros emitidos por instituciones uruguayas que tengan por objeto la cobertura de riesgos financieros	0%	10%	0%	10%
Literales F y K: Préstamos personales a afiliados y beneficiarios del sistema de seguridad social	1%	15%	3%	5%
Disponibilidades transitorias	3%	Sin tope	4%	Sin tope

Fuente: BCU (Diciembre, 2018)

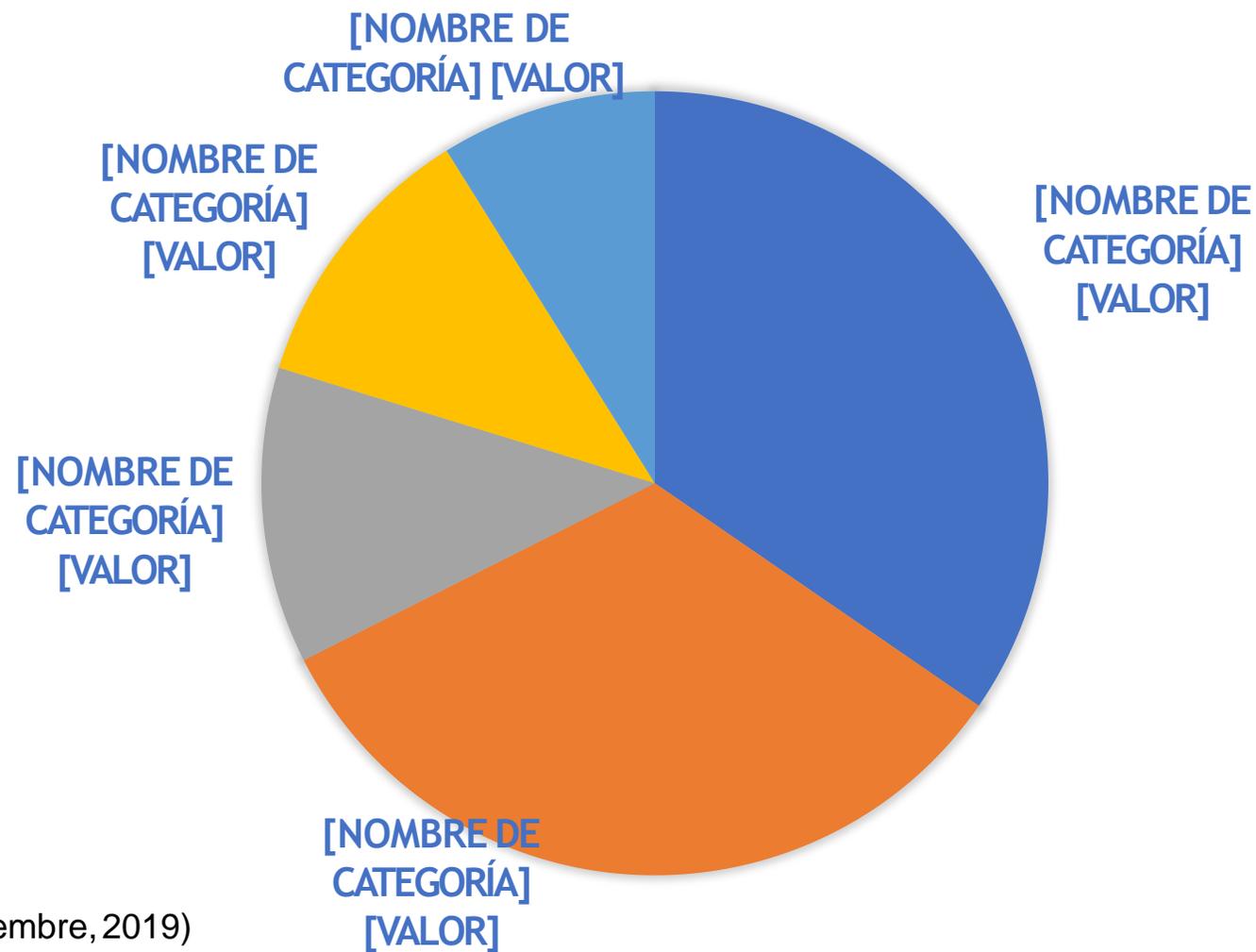
# Subfondo de Acumulación

## Activos por AFAP

	AFAP Sura	Integración AFAP	República AFAP	Unión Capital AFAP	Máximo legal
<b>Literal A:</b>	72%	66%	60%	68%	75%
<b>Literal B:</b>	15%	15%	21%	13%	50%
<b>Literal C:</b>	3%	13%	3%	6%	30%
<b>Literal D:</b>	6%	5%	10%	8%	15%
<b>Literal E:</b>	0%	0%	0%	0%	10%
<b>Literal F:</b>	1%	1%	1%	1%	15%
<b>Suma de Literales A a F en ME:</b>	14%	17%	18%	14%	35%
<b>Disponibilidades:</b>	3%	0%	4%	4%	Sin tope
<b>Total activos (en millones USD)</b>	2.297	1.236	6.927	2.078	

# Inversiones de las AFAP en activos alternativos

(en millones de USD)



# VEHÍCULOS DE INVERSIÓN: FIDEICOMISOS FINANCIEROS



ANAFAP

Asociación  
Nacional  
de AFAP

# Vehículos de inversión en Uruguay

## Fideicomisos Financieros



## Título de Deuda

Cuando una AFAP invierte en un título de deuda (TD) de un FF, básicamente está invirtiendo en una obligación del emisor de repagar el capital y los intereses en determinado plazo.

## Certificado de Participación

Cuando una AFAP invierte en un certificado de participación (CP) de un fideicomiso financiero, básicamente está invirtiendo en un proyecto de inversión.

## Título Mixto

Cuando una AFAP invierte en un título mixto de un FF, básicamente está invirtiendo en un vehículo que ofrece una combinación de flujos de renta fija y de renta variable.

# LOS LÍMITES DE INVERSIÓN EN URUGUAY

# BCU: Nueva propuesta normativa (Diciembre, 2018)

Límites regulatorios	Propuesta BCU	Propuesta alternativa
Límite estructural para las inversiones alternativas de las AFAP	50%	25%
Límite de inversión como % de los montos emitidos	60-70%	60%
Límite de inversión por sector de actividad	15%	8%
Límite de inversión por fiduciario	20% vs 12,5%	20% vs 12,5%
Límite de inversión por operador	No contemplado	8%
Límite para inversiones Categoría 3 (BB+, BB, BB-)	1% y 5%	OK

# BCU: Nueva propuesta normativa

## Comentarios adicionales:

- a) Incorporación a la regulación uruguaya de la definición del rol de la sociedad gerente (gestor/operador) de los fondos de inversión o fideicomisos financieros y la incorporación de un límite de inversión de las AFAP por sociedad gerente (gestor/operador) como porcentaje del Subfondo de Acumulación
- b) Fortalecimiento y la certificación de los fiduciarios siguiendo estándares internacionales usualmente aceptados (alineado con el nuevo límite regulatorio)
- c) Creación de un nuevo Subfondo que permita mayor exposición a alternativos a afiliados más jóvenes (30% vs 25%)

# ¿Cuánto invertir?

*“Teniendo en cuenta la realidad uruguaya, proponemos un límite de inversión en activos alternativos (incluyendo a los compromisos de aportes futuros) en torno al 25% de las inversiones del Subfondo de Acumulación. Este límite específico para activos alternativos puede ser considerado un sublímite de las inversiones en los valores a los que se refiere el Literal B) del artículo 123 de la Ley 16.713. Se recomienda este sublímite dado que el caso hipotético con 50% del Subfondo de Acumulación invertido en activos alternativos parece excesivo. De todas maneras, reconocemos que en la comparación regional, el límite de inversión en activos alternativos propuesto (25% del Subfondo de Acumulación) es alto.”*

GOBIERNO CORPORATIVO

# Diagnóstico

- Doble figura en la administración de los fideicomisos
  - División de roles y responsabilidades
- Rol “ampliado” del comité de vigilancia
- Relativa concentración en fiduciarios y administradores
- Fuerte presencia de gestores locales
- Escasa información pública
- Creciente especialización e “independencia” en las tomas de decisiones

# Diagnóstico: Fiduciario-Administrador

- En los fideicomisos con activos reales se necesitan en general dos entidades:
  - El fiduciario es quien legalmente representa y actúa por el fideicomiso
    - Generalmente el fiduciario no tiene *expertise* para negocios con activos reales
  - El administrador o gestor tiene el conocimiento para llevar adelante el negocio
    - Administrador es subcontratado para cumplir determinadas funciones para la administración del Fideicomiso
- Límite y asignación de responsabilidades? Por el rol que cada uno cumple?
- El Regulador entiende que el Fiduciario debe asumir responsabilidad por todas las tareas subcontratadas

# Gobierno Corporativo: Grandes Principios

1. Alineación de intereses
2. Toma de decisiones
3. Transparencia / Información
4. Equipos
5. Environmental, Social and Governance (ESG)

LAS MEJORAS DE GOBERNANZA  
SON UNA TENDENCIA GLOBAL,  
REGIONAL Y LOCAL

# 1. Alineación de intereses

AFAP

- Comunicación de la información relevante de sus inversiones a los afiliados

FIDUCIARIO

- Contrato de fideicomiso
  - Cláusulas de remociones

OPERADOR

- Contrato de fideicomiso
  - Co-inversión
  - Estructura de comisiones
  - Cláusulas de remociones

COMITÉ DE VIGILANCIA

- Cláusulas de remociones

## 2. Toma de decisiones

AFAP

- Equipos especializados

FIDUCIARIO

- Manuales, políticas y procesos para el control de la ejecución del plan de negocios

OPERADOR

- Directorio: miembros independientes
- Comité de inversiones: especializado
- Manuales, políticas y procesos:
  - Mecanismos de resolución de conflictos de interés
  - Políticas de gestión y control interno
  - Gestión de riesgos

COMITÉ DE VIGILANCIA

- Reporting

# 3. Transparencia / Información

AFAP

- De las políticas de inversión
- Due Diligence: DDQ

FIDUCIARIO

- De las valuaciones: Iniciales y periódicas
- De los principales contratos
- De la rendición de cuentas
- De los sistemas de control sobre el operador y el negocio

OPERADOR

- De la evaluación inicial de la conveniencia de los negocios
- De las comisiones: management fees y otras
- Del estado de las inversiones
  - cambios relevantes en los negocios
- De las principales remuneraciones
- De los sistemas de control interno

COMITÉ DE VIGILANCIA

- De los reportes periódicos

# 4. Equipos

AFAP

- Análisis de las inversiones: Especialización en alternativos
- Nuevas demandas / skills

FIDUCIARIO

- Control

OPERADOR

- Idoneidad / *Track record*
- Especialización
- Honestidad / *Character*
- *Key persons*

COMITÉ DE VIGILANCIA

- Idoneidad
- Especialización

## 5. ESG

- Tendencia global:
  - Ej. *Principles for Responsible Investment (PRI)* de la ONU
- Entender las implicaciones de los factores ambientales, sociales y de gobernanza e incorporar estos factores a decisiones de inversión.
- Ser un mejor inversor, mitigando a la vez riesgos potencialmente importantes
  - Elevar el estándar de la toma de decisiones de inversión
- Como contrapartida se requiere que los gestores adopten los estándares adecuados y los informen a sus inversionistas

# CONCLUSIONES/ PROPUESTAS

# Conclusiones / Propuestas

- a) Límite estructural para inversiones alternativas de AFAP (25% vs 50%)
- b) Creación de un nuevo subfondo con mayor exposición a alternativos (30%)
- c) Límite de inversión como porcentaje de los montos emitidos (60% vs 70%)
- d) Límite de inversión por sector de actividad (mayor diversificación)
- e) Fortalecimiento y certificación de los fiduciarios siguiendo estándares internacionales usualmente aceptados (alineado con el nuevo límite regulatorio)
- f) Incorporación a la regulación de la definición gestor / operador y de un límite de inversión por gestor / operador como porcentaje del Subfondo de Acumulación
- g) Fortalecimiento comités de vigilancia para fideicomisos más grandes / complejos
- h) Más información pública: políticas de inversión, procesos, rendición de cuentas
- i) Inversiones en activos alternativos en el exterior (mayor diversificación)

# Los Límites de Inversión de las AFAP en Activos Alternativos y las Buenas Prácticas para el Gobierno Corporativo de los Fideicomisos Financieros en Uruguay

Daniel Ferrés

Eduardo Walker

Noviembre, 2019

