



COMISIÓN
PARA EL MERCADO
FINANCIERO

Informe Final

Fija comisiones máximas a ser pagadas por los
Fondos de Pensiones

junio 2019

Contenido

I. OBJETIVO DE LA PROPUESTA NORMATIVA.....	2
II. ESTUDIOS, PRINCIPIOS Y RECOMENDACIONES INTERNACIONALES	3
III. JURISDICCIONES EXTRANJERAS	3
IV. MARCO REGULATORIO VIGENTE	4
IV.1 D.L. 3.500	4
V. PROPUESTA NORMATIVA.....	5
ENUNCIADO NORMATIVO	5
TEXTO PROPUESTO (CAMBIOS DESTACADOS EN COLOR ROJO CON NEGRITA)	7
VI. ANÁLISIS DE IMPACTO.....	15
VII. PROCESO DE CONSULTA PÚBLICA	16
VIII. NORMATIVA DEFINITIVA.....	17
IX. ANÁLISIS DE IMPACTO DE LA PROPUESTA FINAL.....	18

I. Objetivo de la Propuesta Normativa

El artículo 45 bis del DL N°3.500 requiere que la Superintendencia de Pensiones (“SP”) y la Comisión para el Mercado Financiero, (en adelante, “CMF”) fijen anualmente las comisiones máximas que podrán ser de cargo de los Fondos de Pensiones por las inversiones de éstos en fondos y otro tipo de instrumentos en los cuales se invierten los recursos de los fondos de pensiones, procurando al efecto que dichas comisiones reflejen valores de mercado.

Esa disposición, tiene como objetivo que los Fondos de Pensiones no paguen comisiones en exceso por la inversión en instrumentos de inversión colectiva. Ello, estableciendo que el exceso en que se incurra respecto de aquellas comisiones máximas establecidas por normativa deberá ser de cargo de las administradoras de fondos de pensiones (AFPs)¹.

De esta forma, la disposición antes aludida pretende generar los incentivos adecuados para que las AFPs elijan aquellos vehículos de inversión colectiva que combinen adecuadamente rentabilidad y costo de delegación de la gestión de los recursos de esos fondos.

En línea con dicho objetivo y en el marco de la obligación antes referida, la Comisión para el Mercado Financiero contribuye al proceso de emisión de la resolución conjunta antes referido con la Superintendencia de Pensiones, desde su rol en cuanto organismo regulador y fiscalizador del mercado de valores (al cual compete la supervigilancia de los emisores de valores de oferta pública y del registro de valores extranjeros, de las bolsas de valores y las administradoras de fondos de terceros sujetos a la Ley N°20.712), y conforme a su mandato legal de velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero. Por tanto, el análisis realizado por la CMF para estos efectos se centra principalmente en que las comisiones máximas fijadas para las administradoras de fondos de pensiones se encuentren alineadas con valores de mercado y en advertir los efectos que la normativa pueda generar para el funcionamiento del mercado o para las industrias reguladas por la Comisión, contribuyendo de esa forma a una mejor definición de los criterios a emplear para el cálculo de las comisiones máximas.

Conforme a lo expuesto, la presente propuesta tiene por objeto establecer las comisiones máximas que podrán pagar los Fondos de Pensiones por las inversiones que efectúen en cuotas de fondos mutuos, de fondos de inversión y otros instrumentos financieros, para el período comprendido entre el 01 de julio de 2019 y el 30 de junio de 2020.

II. Estudios, Principios y Recomendaciones Internacionales

Con el objeto de determinar aquellas problemáticas que a nivel internacional se han levantado con motivo de la subcontratación de los servicios de gestión de fondos por parte de las entidades a cargo de la administración de recursos para la jubilación o de la gestión de recursos de terceros, tanto en forma directa como a través de la inversión de los recursos en vehículos de inversión colectiva (fondos u otros de similar naturaleza), y aquellas distorsiones que pudieren surgir a partir del establecimiento de límites a los gastos en que pueden incurrir esas entidades o comisiones que pueden pagar con los fondos por ellas administrados, se procedió a revisar los documentos emanados de la OCDE, la IOPS y AIOS.

En ninguno de esos documentos se encontró referencias a problemáticas o distorsiones que fueren atingentes a la presente normativa, sin perjuicio que en todos los documentos encontrados se daba énfasis al deber de cuidado y el rol fiduciario que deben tener las gestoras de fondos en la elección de las mejores inversiones y en los gastos en que se incurren por cuenta de esos fondos.

III. Jurisdicciones Extranjeras

Con el objeto de determinar la existencia de límites a los gastos en que se pueden incurrir por la inversión de los recursos de los fondos de pensiones en vehículos de inversión colectiva y las soluciones regulatorias implementadas para ello en otras jurisdicciones, se revisaron las legislaciones del sistema de pensiones de Perú, Colombia, Costa Rica y, México.

De la revisión efectuada, se observó que solo Colombia tiene regulación a ese respecto². En esa regulación, se establece que son los gestores de los fondos los que deben definir, en sus políticas de inversión y asignación estratégica de activos, las comisiones máximas que los fondos de pensiones pueden pagar por la inversión en fondos de inversión (Artículo 2.6.13.1.1 del Decreto Único 2555).

La Ley del Sistema de Pensiones Privado en Perú, permite en su artículo 25, la inversión en cuotas de fondos mutuos y de inversión, en la medida que se cumplan las características reglamentarias que se establezcan al efecto, lo que permitiría el establecimiento de límites máximos a las comisiones a ser pagadas por esa inversión (no encontrándose regulación que establezca actualmente esas limitaciones).

En el caso de Costa Rica, el sistema multipilar de pensiones tiene entre sus componentes las pensiones complementarias obligatorias (ROP) incorporadas por la Ley N° 7.983. Las entidades reguladas que administran fondos deben respetar el Reglamento de Gestión de Activos (RGA), el cual en su artículo 64 indica los costos que pueden ser imputados a las entidades reguladas, estableciendo que éstos corresponden a *“Todos aquellos costos correspondientes a custodia,*

² El decreto 765 de mayo de 2016, modificó el régimen de inversión de los fondos de pensiones en Colombia permitiendo, entre otras inversiones, la inversión en activos alternativos y otros relacionados.

contratos marcos para realizar operaciones con derivados financieros, asesoría, capacitación, investigación y estudios técnicos, deben ser cubiertos, en su totalidad por la entidad regulada. Se exceptúa de lo anterior a los gestores que, por su naturaleza, no cobren ordinariamente de administración al afiliado.”. A su vez el artículo 63 indica los costos que pueden ser imputados al propio fondo, esto es, “Los costos de intermediación por la adquisición de valores en favor del fondo son asumidos por éste, esto incluye las operaciones de compra y venta de valores. Adicionalmente, se cargan al fondo los costos relacionados con inversiones realizadas en participaciones de fondos, vehículos de inversión y administradores externos de inversiones.”.

Los fondos de pensiones del sistema privado de pensiones en México, pueden invertir en cuotas o participaciones de fondos, no obstante, como se indicó previamente, de la revisión a la Ley de Sistemas de Ahorro para el Retiro cuya última reforma data del año 2014³ y la regulación “Disposiciones de carácter general que establecen el régimen de inversión al que deberán sujetarse las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro”), no se encontró alguna normativa sobre comisiones máximas.

IV. Marco Regulatorio Vigente

IV.1 D.L. 3.500

El inciso sexto del artículo 45 bis del D.L. N° 3.500 de 1980⁴, establece que los Superintendentes de Pensiones, de Bancos e Instituciones Financieras y de Valores y Seguros, hoy el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero o su Presidente⁵, deben fijar anualmente, a través de una resolución conjunta, debidamente fundada, y que procure reflejar valores de mercado, las comisiones máximas que pueden ser pagadas con cargo a los Fondos de Pensiones,

³ A inicios de 2019, el Ejecutivo presentó una iniciativa de reforma a la ley de los Sistemas de ahorro para el retiro (SAR) que busca modificar: i) régimen de inversión de las Afores, Comisiones de las AFORES y iii) Ahorro voluntario.

⁴ Modificación introducida mediante de Ley N° 19.795 (publicada en el D.O. el 28/02/2002), cuyo objetivo fue que las AFP fueran más diligentes en el control de los costos de administración que van implícitos en el valor de la cuota y se pagan con cargo al Fondo de Pensiones, particularmente en el caso de los operadores extranjeros. Al respecto, la historia de la ley 19.795 de da cuenta del objetivo de la resolución conjunta sobre comisiones máximas en los siguientes términos: “El Superintendente de AFP. sostuvo que hay una inversión importante de los Fondos de Pensiones en fondos mutuos y de inversión, que podría explicarse porque, en estos casos, los costos de administración van implícitos en el valor de la cuota y se pagan con cargo al Fondo de Pensiones, lo cual implica una menor rentabilidad de este Fondo. Distinto es cuando la Administradora contrata un mandatario para invertir bajo ciertos parámetros, el cual factura los gastos a la Administradora y ésta le debe pagar con cargo a sus recursos. Esto se pretende corregir estableciendo que un Comité compuesto por el Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones, el de Bancos e Instituciones Financieras y el de Valores y Seguros, determinará anualmente las comisiones máximas a ser pagadas a los fondos mutuos y de Inversión que podrán ser de cargo de los Fondos de Pensiones.

https://www.bcn.cl/historiadelailey/fileadmin/file_ley/5972/Pdf/Dossier/HLD_5972_dossier9913a1fdd6641cf512711bda98823eace.pdf

⁵ Conforme establece el artículo 67 de la Ley 21.000 modificada por el artículo 2 de la Ley N° 21.130, las referencias que se hagan a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y al Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, a la Superintendencia de Valores y Seguros, y al Superintendente de Valores y Seguros, deben entenderse realizadas sobre la Comisión, y al Consejo o a su Presidente, respectivamente.

respecto de las inversiones que éstos realicen en cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos mencionados en las letras h) y j) del artículo 45, y títulos representativos de índices de instrumentos financieros aludidos en la letra j) antes citada, así como para otros instrumentos definidos en el Régimen de Inversión, que incluyan comisiones en el precio.

Dicha resolución conjunta debe establecer también, el procedimiento para determinar las comisiones efectivamente pagadas a los fondos mutuos y de inversión nacionales y extranjeros, títulos representativos de índices y otros títulos definidos en el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones y la forma y periodicidad en la que las AFP deben devolver a los Fondos de Pensiones las comisiones pagadas en exceso.

El Régimen de Inversión vigente de los Fondos de Pensiones⁶, definió que serán objeto de comisiones máximas los activos indicados en las letras n.1), n.2 y n.3) de la sección II.1 de dicho documento, los que corresponden a vehículos para llevar a cabo inversión en activos de capital privado y deuda extranjera, en operaciones de coinversión en capital y deuda privada en el extranjero.

V. Propuesta Normativa

La propuesta de resolución conjunta que se presenta en este informe incorpora las comisiones máximas a ser pagadas por los fondos de pensiones por la inversión de éstos en cuotas de fondos mutuos y de inversión, nacionales y extranjeros y otros instrumentos financieros, para el periodo comprendido entre el 01 de julio de 2019 y el 30 de junio de 2020.

Enunciado normativo

La propuesta normativa contiene una reasignación de los fondos contenidos en la antigua categoría “Fondos de Inversión Nacionales y Extranjeros”. En este sentido, los fondos de inversión nacionales mobiliarios quedaron contenidos en la categoría 1 “Fondos mutuos extranjeros y nacionales y fondos de inversión nacionales (mobiliarios), y los fondos de inversión nacionales inmobiliarios y de infraestructura quedaron contenidos dentro de la nueva categoría 3 “Activos alternativos”. A su vez, se excluye la categoría fondos de inversión mobiliarios extranjeros dado que, en la actualidad, las AFP no están invirtiendo en este tipo de fondos.

Por otra parte, se realizan una serie de precisiones y ajustes al texto normativo, tales como:

- Se precisa cómo debe ser calculada la comisión para el caso en que se invierta en activos alternativos.
- En el capítulo III sobre clasificación de fondos, se especifica cuál será la comisión aplicable a los fondos de inversión nacionales que inviertan en vehículos de capital privado extranjeros,

⁶ Régimen de inversión vigente desde noviembre de 2017, incorporó las modificaciones al D.L. N° 3.500, particularmente en materia de activos alternativos.

distinguiendo aquellos que invierten directamente en vehículo de capital privado extranjero, de aquellos que lo hacen en un fondo de fondos de capital privado extranjero.

- Se especifica cómo realizar el cálculo de la comisión de fondos extranjeros cuando se trata de vehículos de capital y deuda privada. Se precisa que la comisión máxima aplicable será la vigente al momento de realizar la suscripción de la inversión. Por otro lado, se permite amortizar gastos para el cálculo de las comisiones efectivas, tal como ocurre actualmente para los fondos nacionales.
- En caso de inversiones en fondos de fondos, se especifica que la comisión efectiva pagada al fondo nacional, debe incluir la sumatoria de la comisión de todas las capas.
- Finalmente, se elimina el anexo 2 llamado “Informe sobre TER y Clasificación de Instrumentos financieros”, dado que la SP solicitara directamente esta información a sus fiscalizados.

Con respecto al procedimiento de determinación de comisiones pagadas por un fondo de pensiones, dado que la información disponible para estimar las comisiones depende del tipo de fondo y de la nacionalidad del mismo, la norma diferencia el procedimiento tanto en la periodicidad del cálculo de la comisión a informar, como en las partidas contables utilizadas, añadiendo la periodicidad aplicable a la información que se debe considerar en la estimación de comisiones para activos alternativos extranjeros. Por ejemplo, para la determinación de las comisiones máximas de un fondo mutuo nacional se debe considerar el promedio diario de gastos mensuales, mientras que para los fondos de inversión nacionales se debe considerar el promedio diario de gastos trimestrales, lo cual se explica en la periodicidad con que se dispone de información para dichos fondos⁷.

Además, la propuesta realiza cambios de forma, en cuanto a la actualización de las referencias a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, reemplazándolas por CMF.

Con respecto a las comisiones máximas fijadas para este periodo, en general, éstas son superiores a las establecidas para el período anterior. En promedio, aumentaron en 6 puntos base para fondos mutuos nacionales y extranjeros respecto del año anterior y 5 puntos base en el caso de títulos representativos de índices financieros. En el caso de activos alternativos, las comisiones aumentaron, en promedio, en 4 puntos base.

No obstante, con el cambio de categoría propuesto, las comisiones máximas a pagar por la inversión en fondos de inversión mobiliarios se reduce a casi a la mitad de la establecida para el período anterior⁸.

⁷ Cabe señalar que para los fondos mutuos la información financiera requerida por la Circular N° 1333 es mensual, en tanto que para los fondos de inversión la Circular N° 1.998 requiere información trimestral

⁸ Considerando el promedio de comisiones máximas propuestas para fondos mutuos mobiliarios que invierten en acciones y bonos (que se extienden a fondos de inversión) y las comisiones del año anterior para fondos de inversión mobiliarios en acciones y bonos.

Metodología para el cálculo de las tasas máximas

Para efectos de la determinación de las comisiones máximas contenidas en la presente propuesta, se empleó la siguiente metodología:

- Las bases de datos son contratadas al proveedor de información financiera Morningstar, y para el caso particular de los activos alternativos, se usa la base de capital y deuda privada provista por la empresa PREQIN.
- En el caso de fondos mutuos y de inversión, a pesar que la base de datos empleada considera sólo los fondos domiciliados en Estados Unidos, se utiliza porque permite efectuar un mejor cálculo de las comisiones (TER) de los fondos a nivel internacional, tanto por el número de fondos que contiene como porque la TER está descontada de “rebates” o devolución de comisiones, prácticas comerciales que inciden en el valor final de la comisión. Asimismo, procurando la equivalencia de la información, se consideran solo los fondos dirigidos a inversionistas institucionales, no obstante que en aquellos casos en que existen limitaciones a la disponibilidad de información, como, por ejemplo, para fondos de inversión inmobiliarios e infraestructura, se consideran también fondos retail⁹.
- Se realizan ajustes generales a fin de depurar la información contenida en las bases de datos, eliminando aquellos datos que no proporcionan información relevante, como, por ejemplo, fondos con información financiera desactualizada. Además, no se consideraron las categorías de alternativos y commodities del campo “Global Broad Category Group” de las bases de Morningstar.
- Se realizan ajustes específicos en la categoría de fondos de inversión mobiliarios, haciéndoles extensiva la malla de comisiones de fondos mutuos.
- Los distintos fondos informados en las bases de datos son clasificados de acuerdo al tipo de activo, zona geográfica donde se realizan las inversiones, y estilo de inversión, definidas en la propuesta normativa, y agrupados en distintas categorías que se definen considerando la similitud de objetivos de inversión de los distintos fondos y representatividad de la muestra para cada categoría.
- Para la determinación de las comisiones máximas se calcula el percentil 90 de las TER de cada categoría de fondos y títulos representativos de índices financieros extranjeros provenientes de las fuentes de información internacionales, para los años 2018 y 2019 y luego se obtiene el promedio simple entre los 2 valores de cada categoría.

Texto propuesto (cambios destacados en color rojo con negrita)

⁹ Para títulos representativos de instrumentos financieros, por la naturaleza de estos instrumentos se amplía la base utilizada considerando fondos domiciliados en Europa, y otras regiones de Asia Pacífico, consideradas como zonas con industrias desarrolladas.

CAPÍTULO I. COMISIONES MÁXIMAS ESTABLECIDAS

1. **Administradoras o AFP:** Administradoras de Fondos de Pensiones.
2. **Fondos:** se utilizará el concepto fondo o fondos para referirse indistintamente a los fondos mutuos, fondos de inversión rescatables, fondos de inversión no rescatables, nacionales y extranjeros, y a los títulos representativos de índices financieros y, en general, a todo tipo de vehículos de inversión colectiva extranjeros en los que invierten los Fondos de Pensiones, independiente de su naturaleza jurídica (trust, sociedad de inversión, limited partnership o limited liability company).
3. **CMF:** Comisión para el Mercado Financiero.
4. **Prospecto o Reglamento interno:** documento que establece los derechos, obligaciones y políticas respecto de la sociedad administradora, el fondo y los partícipes del mismo.
5. **Estados Financieros:** corresponden a los estados financieros, semestrales o anuales, de un fondo extranjero o título representativo de índices financieros. En el caso de fondos nacionales, corresponden a los estados financieros que dichos fondos deben presentar periódicamente a la CMF, conforme a la normativa vigente.
6. **Comisión máxima:** corresponde al porcentaje máximo de comisiones establecido en la presente norma que un Fondo de Pensiones puede pagar, por la inversión que realice en un fondo nacional o extranjero.
7. **Activo neto:** corresponde a la diferencia entre los activos y pasivos de un fondo.
8. **Comisión o TER (Total Expense Ratio):** corresponde a la tasa de gasto total de comisiones cobrada por el fondo a los inversionistas. Se expresa como un porcentaje anualizado, igual al cociente entre la suma total de gastos por concepto de administración de inversiones, gastos administrativos, distribución, custodia, gastos por inversión en cuotas de otros fondos, y otros gastos; y los activos netos del fondo. Asimismo, también podrá ser expresada respecto del patrimonio afecto a remuneraciones o de los activos diarios del fondo, considerando adicionalmente los aportes prometidos suscribir, según lo señalado en la sección IV.

En el caso de inversiones en activos alternativos, **se construirá una TER Equivalente, que corresponde a la tasa de gasto total de comisiones cobrada a los inversionistas por su participación en el fondo, empresa u operación, según corresponda. Se expresa como un porcentaje anualizado, igual al cociente entre la suma ~~total~~ de todos los gastos por concepto de comisión por administración de inversiones (management fee) y otros, gastos de cargo de los aportantes (Limited Partners), tales como organizational expense, partnership expense, etc.; ~~administrativos, distribución, custodia, gastos por inversión en cuotas de otros fondos o estructuras similares, y otros gastos; y los activos netos del fondo, o capital comprometido o valor de mercado del fondo, empresa u operación de que se trate, según la etapa de~~**

maduración en que se encuentre, y el “invested capital” o al “committed capital”, según lo establezcan las condiciones pactadas con el respectivo gestor (General Partner) para el cálculo del management fee.

Tratándose de fondos regulados por la Ley que Regula la Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, contenida en el artículo primero de la Ley N° 20.712, los gastos por concepto de administración de inversiones corresponderán a las remuneraciones por la gestión del fondo, cobradas por la sociedad administradora directamente a aquél, referidas en el artículo 9° de la citada ley. Cabe señalar que las remuneraciones cobradas directamente a los partícipes, a que se refiere el artículo 9° antes citado, serán de cargo de las Administradoras.

En el cálculo de la comisión deberán excluirse las siguientes partidas: gastos por concepto de impuestos, por ejemplo, Impuesto al Valor Agregado y contribuciones; costos de transacción, gastos financieros y cualquier otro gasto o comisión adicional cuyo pago esté condicionado al desempeño del fondo.

La referida comisión se expresará con dos decimales, debiendo aproximarse el segundo decimal al siguiente, cuando el tercer decimal sea igual o superior a cinco. Por su parte, si dicho decimal es inferior a cinco, se mantendrá el segundo decimal.

9. **Comisión efectiva:** *corresponde a la comisión efectivamente pagada por los Fondos de Pensiones en los instrumentos objeto de esta norma, esto es, a la comisión señalada en el número 8 anterior, ajustada cuando corresponda por rebates, por la TER máxima negociada o por gastos por inversión en cuotas de otros fondos. Todos los valores deberán aproximarse al segundo decimal, conforme a lo señalado en el número 8 precedente.*

Cabe precisar que dentro de los gastos por inversión en cuotas de otros fondos o participaciones en vehículos de inversión, deberán considerarse adicionalmente aquéllos que correspondan por la inversión en esos fondos o vehículos subyacentes, tales como, remuneraciones y gastos de operación, entre otros.

*Para estos efectos, se entenderá como **rebate o tasa de devolución de comisiones** el porcentaje de devolución de comisiones al Fondo de Pensiones, en términos anualizados, pactado entre la AFP y la sociedad administradora del fondo extranjero, mediante contrato, de conformidad a las normas impartidas al respecto por la Superintendencia de Pensiones. Por su parte, la **TER máxima negociada (TMN)** corresponde a la tasa de comisiones máximas que podrá ser cobrada al Fondo de Pensiones en términos anualizados, pactada según las condiciones antes señaladas e incluidas las comisiones pagadas por la inversión en otros fondos. En este caso, la comisión efectiva será el menor valor entre la TMN y la TER del fondo de que se trate.*

CAPÍTULO II. COMISIONES MÁXIMAS ESTABLECIDAS

Las comisiones máximas expresadas en porcentaje y en términos anualizados, que pueden ser pagadas a cada tipo de fondo, con recursos de los Fondos de Pensiones, considerando los aspectos definidos en la presente norma, son las siguientes:

1. **Fondos mutuos extranjeros y nacionales y fondos de inversión nacionales (mobiliarios)**

Tipo Activo	Zona Geográfica	Estilo/Tipo Empresa	Comisión Máxima
Accionario	Desarrollada, Emergente y Global	Índice	0,5647%
	Desarrollada y Global	Otros	1,212%
	Emergente	Otros	1,526%
Bonos	Desarrollada	Índice	0,243%
		Alto Rendimiento	1,020,97%
		Otros	0,796%
	Emergente		1,06%
	Global		0,93%
Balanceado			1,17%
Liquidez			0,4938%

2. Títulos Representativos de Índices Financieros

Tipo Activo	Zona Geográfica	Estilo/Tipo Empresa	Comisión Máxima
Accionario	Desarrollada y Global		0,654%
	Emergente		0,7980%
Bonos	Desarrollada y Global	Otros	0,4032%
	Emergente		0,53%
	Desarrollada y Global	High Yield	0,53%

3. ~~Fondos de Inversión Nacionales y Extranjeros~~

Tipo de Fondo Inversión	Tipo Activo	Comisión Máxima
Mobiliarios	Accionario	1,97%
	Bonos	1,81%
Inmobiliarios e infraestructura		2,06%

~~Tratándose de fondos de inversión nacionales, cuya política de inversión consignada en su Reglamento Interno, permita concluir que el fondo no corresponde a un tipo particular, sino que es una combinación de todos o algunos de ellos, la comisión máxima aplicable, será el promedio simple de las comisiones máximas respectivas.~~

4. Activos Alternativos

Tipo de Inversión	Comisión Máxima
Capital Privado (incluye coinversión)	2,18%
Deuda Privada (incluye coinversión)	2,11306%
Fondo de Fondos Capital Privado	3,4218%
Fondo de Fondos Deuda Privada	3,3506%
Fondos de inversión nacionales inmobiliarios y de Infraestructura	2,05%

Por último, cabe precisar que la metodología de cálculo aplicada para la obtención de comisiones máximas está contenida en el Anexo N° 1.

CAPÍTULO III. CLASIFICACIÓN DE FONDOS

A fin de clasificar un fondo en alguna de las categorías señaladas en el Capítulo anterior, la Administradora deberá considerar el objeto de inversión del fondo contenido en su prospecto o reglamento, teniendo en cuenta, los siguientes aspectos:

1. *Clase de activos:*
 - i. *Accionarios: Aquéllos que tienen como objeto principal invertir, directamente o a través de otros fondos, en acciones de empresas u otros títulos representativos de capital.*
 - ii. *De bonos: Aquéllos cuyo objeto principal es invertir, directamente o a través de otros fondos, en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.*
 - iii. *Balanceados: Aquéllos cuyo objeto principal es conservar el capital, manteniendo, directamente o a través de otros fondos, en todo momento, un portafolio de acciones y bonos.*
 - iv. *De liquidez: Aquéllos que tienen como objeto principal invertir, directamente o a través de otros fondos, en instrumentos de deuda de corto plazo, en general con madurez residual inferior a 12 meses.*

2. *Zona geográfica:*
 - i. *Desarrollada: Incluye aquellos fondos que tienen como objeto invertir, directamente o a través de otros fondos, mayoritariamente en países desarrollados de las regiones de Norteamérica, Europa y Asia Pacífico.*
 - ii. *Emergente: Incluye aquellos fondos cuyo objeto es invertir, directamente o a través de otros fondos, mayoritariamente en países de bajo y mediano desarrollo.*
 - iii. *Global: Comprende aquellos fondos que tienen como objeto invertir principalmente, en forma directa o a través de otros fondos, tanto en países de zonas desarrolladas como emergentes, y que no han sido clasificados en ninguna de las zonas anteriores.*

3. *Estilo de inversión o tipo de empresa:*
 - i. *Índices: Fondos del tipo índices, esto es, aquéllos que tienen una estrategia de inversión pasiva consistente en replicar el desempeño de un determinado índice, públicamente conocido.*
 - ii. *Alto rendimiento: Fondos que tienen como objeto invertir, directamente o a través de otros fondos, mayoritariamente en instrumentos de deuda con clasificación de riesgo bajo grado de inversión.*
 - iii. *Otros: Fondos cuyos objetos de inversión no califican en las categorías anteriores.*

Con todo, en el caso que el objeto de inversión no se exprese claramente en el prospecto o reglamento interno, se podrá obtener una descripción más precisa de parte de la sociedad administradora del fondo, lo que deberá estar respaldado mediante un documento suscrito por el representante legal del mismo.

Cabe señalar, que para el caso de fondos de inversión nacional que inviertan en vehículos de capital privado extranjero se les aplicará las comisiones respectivas para activos alternativos, de este modo el que invierta en un vehículo de capital privado extranjero tendrá una comisión máxima de 2,18%, mientras que el invierta en un fondo de fondos de capital privado extranjero le corresponderá una comisión máxima de 3,42%.

Sin perjuicio de lo señalado anteriormente, ~~para efectos de la presente norma se distinguirán entre los siguientes tipos de fondos de inversión: mobiliarios, inmobiliarios e infraestructura. En en~~ el caso de inversión en activos alternativos, se distinguen los siguientes tipos: capital privado, deuda privada, fondos de fondos de capital privado, ~~y~~ fondos de fondos de deuda privada **y fondos de inversión nacionales inmobiliarios y de Infraestructura. Cabe señalar, que la inversión en activos alternativos extranjeros de infraestructura e inmobiliarios empleará la comisión máxima de capital privado o deuda privada extranjera, según corresponda.**

CAPÍTULO IV. PROCEDIMIENTO PARA DETERMINAR LAS COMISIONES A PAGAR POR UN FONDO DE PENSIONES

Para efectos de obtener el monto de comisiones efectivas de los distintos tipos de fondos pagadas por los Fondos de Pensiones, se considerará la siguiente información:

1. Fondos extranjeros

La comisión corresponderá a la TER obtenida del último estado financiero disponible, que resulte más cercano a la fecha de inicio de cada trimestre de un año calendario.

En caso de que no sea posible obtener la TER del último estado financiero disponible se podrá considerar como fuente de información un documento firmado por el representante legal de la sociedad administradora del fondo que contenga el detalle del cálculo de la TER; igualmente se podrá utilizar esta fuente para el caso de nuevos fondos o clases que no tengan un estado financiero anual o semestral.

Sin perjuicio de lo anterior, en caso que la Administradora de Fondos de Pensiones determine que una TER no es representativa del costo efectivo de un determinado trimestre, podrá utilizar la comisión obtenida de un estado financiero más reciente al que se refiere el primer párrafo de este número, circunstancia que deberá poner en conocimiento de la Superintendencia de Pensiones. En todo caso, la TER de un fondo sólo es susceptible de modificación dentro del trimestre en curso.

Para efectos de obtener la comisión efectiva, las comisiones antes establecidas deben ser ajustadas por rebates y por las comisiones pagadas por la inversión en fondos subyacentes, en caso que corresponda.

Tratándose de vehículos de capital y deuda privada, en el cálculo de la comisión efectiva, podrán amortizar gastos ya efectuados y amortizar anticipadamente gastos futuros que dada su naturaleza, corresponda distribuir en más de un período.

Con todo, el plazo de amortización, como asimismo la proyección de gastos, no podrá exceder del plazo remanente de duración del fondo. La regla anterior se aplicará, aun cuando los aportantes del fondo acuerden extender el plazo por el cual fue constituido.

Finalmente, para vehículos de capital y deuda privada, la comisión máxima aplicable será la vigente al momento de realizar las suscripciones de las inversiones.

2. Fondos nacionales

La comisión pagada por un Fondo de Pensiones a un fondo mutuo o de inversión nacional, corresponderá a la comisión efectiva diaria determinada para ese fondo e informada por la sociedad administradora a la CMF, que considere el costo por la inversión en fondos o vehículos de inversión subyacentes **(en el caso de inversión en fondos de fondos y secundarios, la comisión total debe incluir la sumatoria de la comisión de ~~cada una de~~ todas las capas)**, siendo responsabilidad de la AFP verificar que la información publicada por la CMF sea representativa de la comisión efectiva cobrada por el fondo a los inversionistas. Para calcular la comisión efectiva diaria, se podrá utilizar el promedio diario que representaron los gastos totales del período correspondiente, esto es, período mensual para fondos mutuos o trimestral para fondos de inversión, en cuyo caso deberá utilizarse en el cálculo, el activo promedio diario de igual período.

Para el caso de fondos mutuos nacionales, la comisión será determinada como el cociente entre los gastos atribuibles al fondo conforme a las definiciones establecidas en los números 8 y 9 del Capítulo I de la presente norma, y el patrimonio neto afecto a remuneraciones.

En tanto, para el caso de fondos de inversión nacionales, la comisión será determinada como el cociente entre los gastos mencionados precedentemente y la suma del activo diario del fondo.

En el caso de los fondos de inversión no rescatables, a dicho activo se podrán adicionar los aportes prometidos a través de contratos de promesa a que se refiere el artículo 37 de la Ley que Regula la Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, contenida en el artículo primero de la Ley N° 20.712 y el artículo 8° del D.S. N° 129, de 2014, para el período informado y que se encuentren vigentes. Los aportes prometidos que se deben considerar serán aquellos prometidos a pagar dentro de un plazo menor o igual a aquél establecido en el reglamento interno respectivo, contado desde cada día de cálculo del período informado.

Para efectos de esta norma, en el cálculo de la comisión efectiva, los fondos de inversión nacionales podrán amortizar gastos ya efectuados y amortizar anticipadamente gastos futuros que dada su naturaleza, corresponda distribuir en más de un período.

Con todo, el plazo de amortización, como asimismo la proyección de gastos, no podrá exceder del plazo **remanente** de duración del fondo. La regla anterior se aplicará, aun cuando los aportantes del fondo acuerden extender el plazo por el cual fue constituido.

Los antecedentes que respalden tal tratamiento, deberán quedar a disposición de las Administradoras y de la CMF en las oficinas de las sociedades que administran fondos de inversión.

Por último, si en el último trimestre de vigencia del fondo, los gastos reales del fondo no corresponden a los gastos proyectados y amortizados, la diferencia entre ambos se deberá adicionar a la comisión efectiva de este período.

3. Gastos por inversión en cuotas de otros fondos

Si al momento de determinar la comisión efectiva diaria, la sociedad administradora del fondo, no cuenta con información relativa a los gastos por inversión en cuotas de otros fondos respecto del periodo que se informa, podrá efectuar una estimación de dichos gastos, quedando obligada una vez que cuente con la información, a recalcular las comisiones diarias de dicho periodo, informando de ello a la CMF. En tal caso, las AFP deberán considerar la nueva información para efectos de determinar si existieron comisiones pagadas en exceso.

Determinación de la Comisión Pagada en Exceso

1. Las Administradoras deberán determinar periódicamente el monto de comisiones pagadas en exceso por un determinado Tipo de Fondo de Pensiones, respecto de aquellas comisiones máximas establecidas en el Capítulo II de la presente norma. La periodicidad de este cálculo deberá sujetarse a la siguiente frecuencia:
 - i. Diaria para fondos extranjeros y títulos representativos de índices financieros
 - ii. Mensual para fondos mutuos nacionales
 - iii. Trimestral para fondos de inversión nacionales
 - iv. **Trimestral para activos alternativos extranjeros.**
2. Para obtener el monto de comisiones pagado en exceso en un período determinado, se aplicarán las siguientes fórmulas:

$$\Delta COM_{i,t} = \left(\frac{CE_i - CMax_i}{d} \right) \times I_{i,t}$$

Si: $(CE_i - CMax_i) < 0 \Rightarrow \Delta COM_{i,t} = 0$

$$COM.TOTAL_t = \sum_{t=1}^m \sum_{i=1}^n \Delta COM_{i,t}$$

Donde:

- $\Delta COM_{i,t}$: Monto de comisiones pagado en exceso por un Fondo de Pensiones, por la inversión en el fondo i en el día t.
- CE_i : Comisión efectiva anualizada del fondo i, definida en el Capítulo IV, expresada en términos porcentuales y aproximados al segundo decimal.
- $CMax_i$: Comisión máxima anualizada que podrá pagar un Fondo de Pensiones por la inversión en el fondo i, en conformidad a lo establecido en el Capítulo II, expresada en términos porcentuales.
- $I_{i,t}$: Inversión en pesos en el fondo i, correspondiente al día t, considerando para ello los precios entregados por la

Superintendencia de Pensiones.

- t* : *Corresponde al día de la medición.*
- COM.TOTAL_t* : *Corresponde al monto total por concepto de comisiones en exceso devengado en el día t, que las Administradoras deben pagar a un determinado Tipo de Fondo de Pensiones, en un determinado período.*
- m* : *Corresponde a los días del período aplicable según lo señalado en el número 1 anterior (diario, número de días del mes, número de días del trimestre, según corresponda).*
- n* : *Número de fondos en los que ha invertido un determinado Tipo de Fondo de Pensiones, en que exista comisiones pagadas en exceso.*
- d* : *Corresponde al número de días corridos del año. Se debe considerar el valor de 365, excepto en años bisiestos donde se considerará el valor 366.*

CAPÍTULO V. DETERMINACIÓN DEL MONTO DE COMISIONES PAGADO EN EXCESO POR UN FONDO DE PENSIONES Y TRATAMIENTO CONTABLE

Tratamiento Contable

- 1. Las Administradoras deberán contabilizar el total de los montos correspondientes a devolución de comisiones al Fondo de Pensiones (COM.TOTAL), cargando dicho monto en la cuenta de activo del respectivo Fondo de Pensiones “Valores por Depositar”, subcuenta “Valores por Depositar Nacionales”, y abonando la cuenta de patrimonio “Rentabilidad no distribuida”, por igual monto.*
- 2. La contabilización de los montos de devolución de comisiones se efectuará con la misma periodicidad señalada en el número 1 del numeral V.1 anterior, debiendo realizarse dentro de los 15 días siguientes contados desde el último día de plazo para la entrega a la CMF, de la información mensual para los fondos mutuos nacionales y de los estados financieros cuando se trate de fondos de inversión nacionales.*
- 3. Tratándose de fondos extranjeros y títulos representativos de índices financieros, la Administradora deberá enterar el último día de cada mes o hábil siguiente, al Tipo de Fondo que corresponda, el total de lo que debe devolver al Fondo. Para tal efecto, la Administradora deberá cargar en la cuenta de activo “Banco de Inversiones”, subcuenta “Banco de Inversiones Nacionales”, y abonar la cuenta de activo “Valores por Depositar”, subcuenta “Valores por Depositar Nacionales”, el monto antes señalado.*

Tratándose de fondos mutuos y de inversión nacionales, dicho pago se efectuará el día hábil siguiente al de la fecha en que se contabilizó el monto que corresponde devolver.

Tratándose de fondos de inversión nacionales no rescatables en período de liquidación, sólo aplicarán las comisiones máximas establecidas en el Capítulo II de la presente norma, cuando

la AFP no hubiere concurrido a la asamblea de aportantes donde se estableció la remuneración para el liquidador; o cuando habiendo asistido, no hubiere manifestado su opinión respecto de la remuneración fijada, resguardando que la remuneración establecida no signifique perjuicios para los Fondos de Pensiones bajo su gestión. Lo anterior, sin perjuicio de la facultad de la CMF de poder establecer la remuneración para el liquidador. En todo caso, la AFP deberá remitir un informe a la Superintendencia mediante el cual dé cuenta de su participación en las respectivas juntas de aportantes, según lo dispuesto en el Compendio de Normas del Sistema de Pensiones.

CAPÍTULO VI. INFORMACIÓN

- 1. Las Administradoras deberán enviar a la Superintendencia de Pensiones un informe sobre TER y clasificación de instrumentos extranjeros a más tardar en las siguientes fechas: 31 de julio, 31 de octubre, 31 de enero y 30 de abril de cada año, o el día hábil siguiente en caso que esa fecha sea festivo o feriado, con el total de fondos que se hayan mantenido en cartera en el trimestre calendario previo. En el Anexo N° 2 se presenta el formato del informe y el procedimiento de envío.*
- 2. Las administradoras de fondos mutuos y de inversión nacionales deberán informar a la CMF, la clasificación asignada a dichos fondos y las comisiones efectivas diarias cobradas por éstos a los Fondos de Pensiones, en la fecha en que se envían a la CMF su información mensual para los fondos mutuos y de sus estados financieros, cuando se trate de fondos de inversión nacionales. La CMF pondrá a disposición de las Administradoras y de la Superintendencia de Pensiones la información mencionada precedentemente, que corresponde a la que deben utilizar las Administradoras para realizar los cálculos a que se refiere la presente norma.*

ANEXOS
Anexo N° 1: Metodología de Fijación de Comisiones Máximas

1 Bases de Datos

Fondos objetos de fijación de comisiones	Base de datos	Tipo fondo	Clase o Serie	Domicilio fondos	Período
Fondos mutuos nacionales y extranjeros	Morningstar Direct: United States Mutual Funds		Institucional	EE.UU.	A abril 2019 8
Fondos de inversión nacionales y extranjeros mobiliarios	Morningstar Direct: United States Closed-end Funds		(*)	EE.UU.	A abril 2018
Fondos de inversión nacionales y extranjeros inmobiliarios e infraestructura	Morningstar Direct: United States Mutual Funds.	real estate, infrastructure	Institucional y retail	EE.UU.	A abril 2019 8
Títulos representativos de índices financieros	Morningstar Direct: Global Exchange Traded Funds.		(*)	EE.UU., Francia, Finlandia, Alemania, Irlanda, Luxemburgo, Japón, Noruega, España, Suecia y Suiza EE.UU., Francia, Finlandia, Alemania, Hong Kong, Irlanda, Jersey, Luxemburgo, Malasia, Noruega, España, Suecia, Singapur y Suiza	A abril 2019 8
Fondos de activos alternativos	2018 7 Preqin Private Capital Fund Terms Advisor.	Capital Privado Deuda Privada Fondo de Fondos Capital Privado Fondo de Fondos Deuda Privada	(*)		2018 7

(*) Tienen clase única.

Depuración de las bases de datos
2.1 Ajustes generales

- Se eliminaron todos los fondos cuya comisión fuese igual a cero.
- Se eliminaron todos los fondos que presentaban activos netos con valor cero.
- Se consideraron sólo fondos con información disponible de comisiones referida a estados financieros publicados a partir de enero 2018~~7~~.
- ~~Se eliminaron los valores extremos (outliers), aplicando para su determinación el criterio de estar alejados más o menos 2 desviaciones estándar del promedio simple de la muestra de datos.~~
 - ~~No se consideraron las categorías de alternativos y commodities del campo "Global Broad Category Group" de las bases de Morningstar.~~

•

2.2 Ajustes específicos

2.2.1 Fondos mutuos y fondos de inversión inmobiliarios e infraestructura

A partir de un total de **27.08826.686** fondos que contiene la base “United States Mutual Funds” de Morningstar, se realizaron los siguientes ajustes:

- Se eliminaron los fondos del tipo “fondo de fondos”.
- Se consideraron solamente fondos de clase institucional.
- Para fondos de inversión inmobiliarios e infraestructura, se utilizaron tanto clases institucional como retail.

Con ello, para el año 20198, se obtuvo una base de **5.0905.352** fondos mutuos institucionales distintos a “real estate” y una con **451467** fondos de inversión inmobiliarios e infraestructura (fondos mutuos tipo real estate ~~ye~~ infrastructure).

2.2.2 Títulos representativos de índices financieros

A partir de un total de **15.82917.019** Títulos representativos de índices financieros provenientes de la base “Global Exchange Traded Funds” de Morningstar, se realizaron similares ajustes del numeral 2.1), obteniéndose **2.2742.147** Títulos representativos de índices financieros de jurisdicciones de países desarrollados. Su clasificación se realizó de acuerdo a las categorías de Morningstar. ~~La categoría “Otros” incluye Títulos representativos de índices financieros balanceados y otros.~~

2.2.3 Fondos de inversión mobiliarios

~~Se les hace extensiva la malla de comisiones de fondos mutuos. A partir de un total de 485 fondos cerrados que contenía la base de “United States Closed end Funds” de Morningstar, realizando los mismos ajustes del punto 2.1 y 2.2.1, se obtuvieron 380 fondos.~~

2.2.4 Activos Alternativos

Para el cálculo del año 20198 se utilizó como fuente de información el estudio “The 20187 Preqin Private Capital Fund Terms Advisor” de la firma Preqin Ltd., que contiene información respecto del costo incurrido por **1.7811.293** “Limited Partnerships” en sus inversiones. Los valores consideran el monto de comisiones y costos incurridos por los LP netos de costos adicionales y rebates devueltos por los fondos. Además, se considera información de distintas etapas en el desarrollo de cada vehículo y se expresan como un porcentaje del monto comprometido en la inversión.

Se consideraron solamente los vehículos con “vintage” a partir del año 20110, en etapa closed, excluyéndose los vehículos asociados a estrategias de commodities y hedge funds. De lo anterior se obtuvo una base de **291-192** vehículos, ~~que posterior al ajuste de eliminación de valores extremos, se redujo a 282 vehículos.~~ Para cada uno de ellos se consideró el promedio simple del costo porcentual que presentaron en cada año informado.

Cuadro N° 2
Número de Fondos por Categoría

Instrumento	Categoría de Fondo	N° Fondos Final	
		2018	2019
Fondo Mutuo	Accionario Índice	233	238
	Accionario Desarrollado y Global Otros	2.554	2.605
	Accionario Emergente	247	275
	Bonos Índice	37	41
	Bonos Desarrollado y Global Alto Rendimiento	288	307
	Bonos Desarrollado Otros	1.080	1.214
	Bonos Emergente	93	100
	Bonos Global	69	49
	Balanceado	309	325
	Liquidez	180	198
	TOTAL	5.090	5.352
Títulos representativos de índices financieros	Accionario Desarrollado y Global	1.364	1.327
	Accionario Emergente	454	306
	Bonos y de Liquidez Desarrollado y Global	348	392
	Bonos alto rendimiento Desarrollado y Global y bonos Emergentes	108	123
	TOTAL	2.274	2.147
Fondos de Inversión inmobiliarios e infraestructura	Inmobiliario, Infraestructura	449	451
Capital Privado	Capital Privado	167	166
	Deuda Privada	84	29
	Fondos de Fondos	31	32

	TOTAL	282	227
--	-------	-----	-----

(*) Número de Fondo de Fondos empleados para calcular comisión del gestor de tales vehículos (capa superior).

3. Agrupación y variables consideradas

La agrupación de categorías de fondos y títulos representativos de índices financieros se realizó considerando la similitud de objetivos de inversión, procurando un esquema de comisiones con el mínimo de categorías necesarias.

Las principales variables de agrupación fueron:

- 1) Tipo de activo: accionario, bonos, de liquidez, balanceado y otros.
- 2) Zona geográfica: desarrollada, global y emergente.
- 3) Estilo de inversión y tipo empresa: índice, otros, alto rendimiento.

La asignación de cada fondo de las bases de datos a las categorías utilizadas en esta norma, se ajustó a las categorías que define la empresa Morningstar y para activos alternativos se ajustó a las categorías definidas por la empresa Preqin. Para el caso de las categorías fondos de fondos de capital privado y fondo de fondos de deuda privada, se consideraron tanto fondos primarios como secundarios, estando compuesta sus comisiones por la del fondo de capa superior (1%) más las correspondientes comisiones de las categorías de fondos subyacentes.

4 Estadígrafo utilizado

Para la determinación de las comisiones máximas se calculó el percentil 90 de las TER de cada categoría de fondos y títulos representativos de índices financieros extranjeros provenientes de las fuentes de información internacionales mencionadas en el número 1 anterior, para los años **20187-y 20198** y luego se obtuvo el promedio simple entre los 2 valores de cada categoría.

Anexo N° 2: Informe sobre TER y Clasificación de Instrumentos Extranjeros

A Instrucciones Generales

1. El informe sobre TER y clasificación de instrumentos extranjeros, debe remitirse por la Administradora a la Superintendencia de Pensiones trimestralmente a más tardar en las siguientes fechas: 31 de julio, 31 de octubre, 31 de enero y 30 de abril de cada año, o el día hábil siguiente, consignando todos los fondos mutuos extranjeros y títulos representativos de índices financieros que se hayan mantenido en cartera en el trimestre calendario previo, según lo establecido en el Capítulo VI de la presente norma.

Igualmente, en caso que una Administradora opte por utilizar un estado financiero más reciente a aquel al que se refiere el párrafo primero del numeral IV.1, lo deberá informar a la Superintendencia de Pensiones a través de este mismo anexo, para fondos que la Superintendencia de Pensiones se encuentre valorando. Asimismo, en el caso de nuevos fondos en que una Administradora invierta, se deberá remitir este informe.

2. Se debe informar un fondo o subfondo por cada registro del informe.

3. Descripción de los campos:

a) IDENTIFICACIÓN FONDO

- ~~i. NEMOTÉCNICO: Se debe informar el código ISIN y a falta de éste el CUSIP~~
- ~~ii. TICKER/RIC: Indicar el Ticker de Bloomberg o RIC (Reuters Internacional Code)~~
- ~~iii. HOLDING COMPANY: Se deberá informar el NOMBRE ABREVIADO del Holding Company del fondo, según lo informado por la Superintendencia a las Administradoras.~~
- ~~iv. EMISOR: Nombre completo del fondo o subfondo, registrado por la Comisión Clasificadora de Riesgo.~~
- ~~v. CLASE: Clase o serie del fondo (I, A, etc.)~~
- ~~vi. FECHA: Se debe indicar la fecha de cierre de los estados financieros del ejercicio más reciente respecto de los cuales corresponde la información entregada sobre clasificación y TER. En caso de no disponer de estados financieros, será la fecha de la cartera más reciente disponible.~~

b) CATEGORIAS: Emplear la siguiente nomenclatura

- ~~i. ACTIVO: _____
AC: fondo accionario _____
BA: fondo balanceado _____
BO: fondo de bonos _____
EF: fondos de Liquidez _____
OT: otros _____~~
- ~~ii. ZONA GEOGRÁFICA: _____
DE: zona desarrollada _____
EM: zona emergente _____
GL: zona global _____~~

~~No obstante que la norma de comisiones máximas para algunos fondos no distinga por zona geográfica al establecer la comisión máxima, se deberá informar alguna de las categorías señaladas.~~

- ~~iii. TIPO EMPRESA: _____
INDX: fondo de índices _____
HY: fondos de bonos de Alto rendimiento _____
OT: Otros tipos de fondos _____~~

~~En caso que la norma de comisiones máximas para algunos fondos no distinga por tipo de empresa para efectos de establecer la comisión máxima, se deberá informar "OT".~~

c) COMISIONES

- ~~i. TER CALCULADA: TER determinada a partir de los estados financieros más recientes disponibles, según lo establecido en la presente norma. En caso de no ser posible obtenerla a partir de los estados financieros, se informará la TER que proporcione la sociedad administradora. La TER debe ser expresada como un porcentaje anualizado con dos decimales.~~
- ~~ii. TIPO DE DEVOLUCIÓN (R/TMN): Se deberá indicar "R" si corresponde a un contrato de devolución de comisiones de tasa fija o TMN si se trata de un contrato que fija una TER máxima. Se debe dejar en blanco en caso de no haber suscrito contrato de rebates.~~

iii. — REBATES/TMN (%): Se debe informar el dato del rebate o TMN en porcentaje, aproximado al segundo decimal. Corresponde a la tasa efectiva de rebates del trimestre informado, obtenida a partir del promedio diario de rebates devengados durante tal período. En el caso de nuevos fondos, se deberá indicar el porcentaje anualizado de la tasa de devolución de comisiones, aplicable al fondo en que se invierte, considerando el tramo de inversión correspondiente a la fecha de adquisición del instrumento. Se debe dejar en blanco en caso de no haber suscrito contrato de rebates.

B — Formato del Informe

IDENTIFICACIÓN FONDO						CATEGORÍAS			COMISIONES		
NEMOTÉCNICO	TICKER-/RIG	HOLDING COMPANY	EMISOR	CLASE	FECHA	ACTIVO	ZONA GEOGRÁFICA	TIPO EMPRESA	TER CALCULADA	TIPO DE DEVOLUCIÓN (R/TMN)	REBATES-/TMN (%)
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

C — Instrucciones para el envío

El Informe sobre TER y Clasificación de Instrumentos Extranjeros deberá ser enviado de acuerdo a las especificaciones técnicas que se encuentran disponibles en el sitio web de la Superintendencia de Pensiones. El nombre del archivo a transmitir es icteraaaammdd.xml, donde aaaammdd corresponde a la fecha para la cual se ha generado la información del respectivo informe.

VI. Análisis de Impacto

La propuesta normativa contempla cambios que tienen por objeto actualizar las comisiones máximas en función de las presentadas a nivel local e internacional en el último año, precisar el tratamiento que se debe dar para efectos del cálculo de la comisión máxima para fondos que invierten en activos alternativos y mejorar las agrupaciones de fondos para que las tasas máximas reflejen adecuadamente las distintas estructuras de costos de los distintos tipos de fondos.

Desde esa perspectiva, las modificaciones introducidas en la normativa debieran generar un impacto positivo en términos de la calibración del cálculo empleado para determinar las comisiones máximas al reducir el riesgo de selección de la muestra (permitiendo obtener tasas que reflejan valores de mercado de la población de interés de forma más precisa y confiable) y dar mayor certidumbre respecto a cómo se deben efectuar los cálculos para las nuevas inversiones que surjan con motivo de las últimas flexibilizaciones que se han introducido a las inversiones de fondos de pensiones.

No obstante, esas nuevas agrupaciones, al menos en el caso de los fondos de inversión mobiliarios, tienen como consecuencia una disminución de la tasa máxima respecto de la actualmente vigente, no siendo claro que, en efecto, las estructuras de costos de esos fondos sean equivalentes a las de los demás que conforman su nueva agrupación (fondos mutuos).

Tomando como referencia los fondos en que actualmente invierten los fondos de pensiones, esa agrupación, y consecuente disminución de tasas máximas, podría generar desincentivos a invertir en fondos de inversión mobiliarios por parte de fondos de pensiones, o que aquéllos, para seguir siendo competitivos para estos últimos, adecuen sus estructuras de costos y políticas de inversión para focalizarse en aquellos bienes mobiliarios en que invierten los fondos mutuos.

Si bien ese desincentivo podría afectar a la industria local de gestión de fondos de inversión mobiliarios, en general, analizadas las inversiones actuales de los fondos de pensiones se observó que sólo se afectaría directamente a 3 fondos de inversión mobiliarios., siendo esa inversión aproximadamente el 8% del total de activos de los fondos de inversión mobiliarios locales en que participan los fondos de pensiones.

Por su parte, si bien la eliminación de la fase de selección de outliers mediante la utilización de la media y desviación estándar de la serie de las comisiones (aplicando percentil 90), en algunos casos generó un aumento de los límites establecidos para el período anterior, 2 fondos mutuos en los que invierten los fondos de pensiones (13% del total de los fondos mutuos en que invierten los fondos de pensiones) y 3 fondos de capital privado (6% del total de los fondos domésticos de capital privado que invierten los fondos de pensiones), presentan comisiones superiores a la máxima establecida en el proyecto normativo.

En tal sentido, la modificación contenida en la propuesta normativa mejora la forma en que se determinan las comisiones máximas y aclara ciertos aspectos de aplicación de la normativa, pero, en ciertos casos en que el nuevo cálculo genera disminución de comisiones máximas, algunos fondos se verán afectados directamente y, además, se podrían generar ciertos incentivos a reducir la oferta de fondos de inversión o fondos mutuos para ajustar la estructura de costos de administración a productos con estructuras más económicas.

Debido a que, si bien esta Comisión puede contar con una presunción razonable respecto a los efectos que se pueden producir con la modificación antes descrita, y entendiendo que dicha modificación es una mejora metodológica para el cálculo de las comisiones máximas, se espera que con el proceso consultivo a que se someterá esta propuesta normativa, los propios actores de la industria de fondos fiscalizados por esta Comisión y de fondos de pensiones, y el público en general, pueda contribuir con más antecedentes que permitan determinar si esos beneficios superan los costos y riesgos que eventualmente introduzca la misma.

VII. Proceso de Consulta Pública

La propuesta normativa fue sometida a consulta pública entre el 14 y 21 de junio de 2019, periodo en el cual se recibieron comentarios del público en general.

Las principales observaciones tuvieron relación con las modificaciones introducidas en la normativa para abordar las comisiones máximas por las inversiones en activos alternativos y, en segundo orden, respecto a la pertinencia de perfeccionar ciertas categorías de inversiones para

diferenciar entre vehículos de inversión con naturaleza distinta (como podría ser el caso de los fondos primarios respecto de los secundarios), o agrupar aquellos que serían de similar naturaleza (como podrían serlo los fondos que invierten en activos alternativos respecto de los activos alternativos autorizados como inversión directa para los Fondos de Pensiones, respecto de aquellos que no están autorizados).

En tal sentido, uno de los comentarios más reiterados, tiene relación con la base de cálculo de la TER de vehículos con inversión en activos alternativos, requiriéndose que se considere para la base de cálculo de esa TER tanto el componente que puede provenir del “invested capital” como del “committed capital”, para reflejar de mejor forma la TER equivalente con la tasa de gasto total que determina el gestor de fondos extranjero, evitando que se determinen distintas TER para fondos equivalentes, sólo por considerar una base distinta. Esto, en especial, puesto que, en ciertas condiciones, el monto cobrado por concepto de management fee por un fondo que cobra sobre “invested capital” podría resultar significativamente menor que el que cobra sobre el “committed capital”, lo cual podría generar incentivos no deseados. A su vez, hubo comentarios que apuntaron a separar en categorías distintas a los fondos secundarios de los fondos primarios y agrupar en la misma categoría a vehículos con inversión en activos alternativos autorizados para los Fondos de Pensiones, con aquéllos no autorizados.

Además de esas observaciones, también se sugirieron un conjunto de precisiones al texto para clarificar ciertas situaciones que podrían no haber quedado claramente reflejadas en la propuesta de normativa. Algunos ejemplos de ese tipo de observaciones son:

- Aclarar que los Activos Alternativos no son sólo aquellos autorizados como inversión para los Fondos de Pensiones.
- Precisar que el cálculo de TER se debe considerar la remuneración de la serie de fondos en los que participen las AFPs.
- Aclarar si en el número 4 del Capítulo II, la referencia a Fondo de Fondos de Capital Privado y Fondo de Fondos de Deuda Privada incluyen o no, a los denominados Fondos Secundarios.

VIII. Normativa Definitiva

El sentido de la normativa es que con los recursos de los fondos de pensiones no se paguen comisiones por sobre un determinado nivel, definido en función de las comisiones cobradas por vehículos que se clasifican en agrupaciones de acuerdo a sus características (tipo de Fondo, tipo de activo, zona geográfica, estilo o tipo de empresa).

Para ello, tanto la Superintendencia de Pensiones como la Comisión, cada una dentro de los ámbitos propios a su competencia¹⁰ y empleando la metodología descrita en el presente

¹⁰ Que, en el caso de la presente normativa en que las instrucciones están dirigidas exclusivamente a las administradoras de fondos de pensiones, para esta Comisión tiene más bien relación con exponer aquellas distorsiones que se pudieren generar a partir de la normativa en las industrias reguladas por ésta y colaborar en la comprensión del funcionamiento de tales industrias para una mejor definición de los criterios a emplear para el cálculo de las comisiones máximas.

documento, persigue encontrar una categorización de inversiones que permita determinar valores de mercado para distintos tipos de servicios de administración o selección de inversiones, en que quede debidamente reflejado el componente de ese servicio que resulta atendible que pueda ser financiado con recursos de los fondos de pensiones. Lo anterior, en algunos casos, pasa por considerar heterogéneos o equivalentes ciertos instrumentos tienen una naturaleza similar o distinta, respectivamente.

Por tal motivo, si bien en opinión de esta Comisión es correcto lo señalado en algunos comentarios recibidos en cuanto a que ciertas agrupaciones que se emplean para fines normativos no reconocen esa naturaleza similar o distinta, no es efectivo que ello no justifique separarlos o agruparlos con la finalidad de contar con una mejor muestra para una más adecuada estimación de la comisión máxima normativa, siempre que con esa metodología no se obtengan resultados fuera de valores de mercado. Es por ello que no se incorporan modificaciones a ese respecto.

No obstante, debido a que en efecto la propuesta normativa presentaba ciertas lagunas o circunstancias que no estaban claramente señaladas, se incorporan algunas precisiones de texto y modificaciones que apuntan a abordar las problemáticas manifestadas en relación con la inversión en activos alternativos. En particular, se recogió uno de los comentarios más recurrentes, que decía relación con la base de cálculo para la estimación de la TER, estableciéndose que se considerará la suma del “invested capital” y del remanente del “committed capital”.

IX. Análisis de Impacto de la Propuesta Final

Teniendo en consideración que, respecto de la versión sometida a consulta pública, la normativa finalmente emitida, presenta solo modificaciones que tienen por objeto reconocer la forma en que se materializa la inversión en activos alternativos, se espera que los desincentivos que eventualmente se podrían haber generado con la propuesta original no se materialicen.

Desde esa perspectiva, la normativa debiera permitir que los beneficios incorporados con las reformas legales y normativas que ampliaron los límites de inversión de los fondos de pensiones se materialicen progresivamente, al no generar desincentivos a la inversión en ese tipo de activos mediante el establecimiento de comisiones máximas inferiores a las que, por esa inversión, suelen cobrarse en el mercado.

No obstante, cabe hacer presente que en opinión de esta Comisión subsisten los riesgos y eventuales distorsiones que podría generar la agrupación que para efectos metodológicos y en línea con el objetivo perseguido se establecen en la normativa, que no distingue ciertas inversiones que tienen naturaleza distinta y que podrían justificar un cobro mayor o diferenciado.

Sin embargo, en el evento que se materializara ese riesgo, el efecto podrá ser mitigado mediante una adecuación normativa o empleando una metodología distinta para la normativa que se emitirá para el siguiente período (anual).