



**“LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS
EN LOS FONDOS DE PENSIONES DE EMPLEO”**

REUNIÓN GRUPO DE INVERSIONES APSC CCOO CATALUNYA

Barcelona, 6 de Noviembre de 2017

Contenido

LA NATURALEZA DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y SU POLÍTIKA DE INVERSI3N.....	3
LA COLOCACI3N ESTRATÉGICA DE LOS ACTIVOS DENOMINADOS INVERSIONES ALTERNATIVAS.	3
QUÉ ACTIVOS SE CONSIDERAN INVERSIONES ALTERNATIVAS.	4
LA COMISI3N DE CONTROL Y LA ENTIDAD GESTORA DE FONDOS DE PENSIONES: LA CONFIGURACI3N DE LA CARTERA ESTRATÉGICA.	5
ASPECTOS PARA LA CONSTRUCCI3N DE UNA CARTERA DE INVERSI3N ALTERNATIVA.	7
LOS COSTES DIRECTOS E INDIRECTOS.....	8
LA INVERSI3N Y EL RIESGO: FINANCIERO Y EXTRA FINANCIERO (ISR). ...	9
PRINCIPALES MEDIDAS DE LAS COMISIONES DE CONTROL PARA EL CONTROL DEL RIESGO.	10
LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS: EL REPORTING Y SEGUIMIENTO DE LAS MISMAS.....	11
RESUMEN DE LOS ASPECTOS MÀS RELEVANTES.....	13
A MODO DE CONCLUSIONES.	15
ANEXO I: ESTUDIO REALIZADO POR ROSA Mª AHUMADA Y Mª PAZ MORAL (UNIVERSIDAD DEL PAÍS VASCO).	17
ANEXO II: MAPA DE INVERSIONES ALTERNATIVAS EN LOS PLANES DE PENSIONES PARTICIPANTES EN EL GRUPO DE INVERSIONES.....	18
ANEXO III: PARTICIPANTES.	19

LA NATURALEZA DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y SU POLÍTIKA DE INVERSI3N.

- Los fondos de pensiones de empleo no son fondos de inversi3n. Los objetivos establecidos en la “Declaraci3n de Principios de Polítika de Inversi3n” (DPPI), la realidad biométrica del colectivo y las condiciones socioecon3micas de los partícipes son aspectos fundamentales a tener en cuenta, para la definici3n de la estrategia de inversi3n y los activos a incluir en la cartera estratégica.
- La comisi3n de control, con la participaci3n de la entidad gestora, tiene la responsabilidad de definir la estrategia de inversi3n a través de la DPPI. La toma de decisiones sobre la polítika de inversi3n del fondo de pensiones debe estar encaminada a obtener la rentabilidad suficiente o necesaria para alcanzar el objetivo esperado.
- Un escenario idílico sería alcanzar la rentabilidad objetivo sin asumir riesgo, si bien, es irreal, por ello la pregunta que hay que plantearse es d3nde invierto el patrimonio para obtener aquella rentabilidad que hace alcanzar el objetivo.
- Tambi3n, en la construcci3n de la cartera, se debería hacer uso de lo que se denomina “optimizaci3n de carteras” donde lo que se pretende es diversificar la cartera de tal forma, que se consiga una rentabilidad superior a un mismo riesgo o bien, una misma rentabilidad con menor riesgo.
- Para alcanzar esta optimizaci3n es fundamental el concepto “correlaci3n de activos”, que consiste en la relaci3n del comportamiento de unos activos frente a otros. De ahí la necesidad de realizar un análisis de correlaciones como elemento crucial en la colocaci3n estratégica de activos y la necesidad de que ésta sea coherente con el cumplimiento del objetivo que se pretenda alcanzar.

LA COLOCACI3N ESTRATÉGICA DE LOS ACTIVOS DENOMINADOS INVERSIONES ALTERNATIVAS.

- La consideraci3n de “activos apto” para la cartera de un fondo de pensiones viene determinada, en primer lugar, por lo establecido en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.
- La colocaci3n estratégica estándar de activos se define por: “Activos de Renta fija”, “Activos de Renta Variable” e “Inversiones Alternativa”. Las divisas pueden ser tomadas como un activo más que debe ser gestionado. Perduran resquicios del pasado como las posiciones en renta fija muy elevadas en la cartera.
- La configuraci3n del patrimonio debe realizarse con una visi3n a largo plazo. Algunos aspectos la pueden lastrar, como por ejemplo el criterio de valoraci3n de las carteras de renta fija a precio de mercado y no a precio de compra.
- Los activos de Inversi3n Alternativa tienen las mismas tres “mochilas” que cualquier otro activo: rentabilidad, riesgo y liquidez, pero se rigen por patrones distintos a los de las inversiones tradicionales. Hay que utilizarlos, combinándolos e integrarlos en la cartera. Una variable adicional de las Inversiones Alternativas es la posibilidad de planificar previamente tanto cuando entrar como cuando salir.

- Características:
 - Rendimiento esperado especialmente atractivo en el largo plazo
 - Volatilidad del rendimiento
 - Posible transparencia limitada
 - Posibles dificultades de valoraci3n.
- Para la configuraci3n de la cartera estrat3gica, debemos tener en cuenta que el contexto espaol no es el mismo que el del resto de paìses de nuestro entorno. En Espaia el 1er pilar es muy importante y eso condiciona el desarrollo de la previsi3n social complementaria, su tamaio y las estrategias de inversi3n. En Espaia, el vehiculo de ahorro principal contina siendo la vivienda, lo que supone una estructura del ahorro muy distinta a otros paìses de nuestro entorno.
- Los activos financieros se pueden clasificar atendiendo a diferentes criterios. El abanico de categorìas es muy amplio. En algunas ocasiones, un activo es susceptible de ser incluido en una u otra categorìa de activos, màmxe cuando éstas se despliegan en distintas sub-categorìas.
- La categorìa de inversiones Alternativas por tanto, podrìa ser entendida como aquellos activos que no son ni renta fija ni renta variable ni por supuesto liquidez. Se nos pueden plantear activos que por sus caracterìsticas son màm parecidos a los alternativos que a su propia categorìa o incluso al revés.

QUÉ ACTIVOS SE CONSIDERAN INVERSIONES ALTERNATIVAS.

- Las activos susceptibles de ser considerados como Inversiones Alternativas del fondo de pensiones son, en t3rminos generales: inversi3n inmobiliaria, capital riesgo, infraestructuras, materias primas, gesti3n alternativa, deuda privada (mezzanine, pr3stamos senior y otros), hedge funds, etc.
- El listado que a primera vista se revela como variado, si nos adentramos en las posibilidades de inversi3n en cada uno de los activos, vemos que el universo es todavìa màm amplio y complejo. Se dispone de un inmenso abanico de activos con rentabilidades y riesgos dispares. Podemos decir que la Inversi3n Alternativa es un caj3n de sastre.
- En las inversiones en infraestructuras hay fondos que solo invierten en activos ya operativos (brownfield) y fondos que buscan mayor retorno desarrollando y ejecutando la inversi3n (greenfield). Se constata que los grandes fondos invierten en fondos "brownfield", reduciendo con ello la exposici3n al riesgo.
- En Espaia vamos por detràs en inversi3n en Private Equity (Capital Riesgo), que consiste en participar en el capital social de una empresa no cotizada. Debemos tener en cuenta que puede haber muchos intermediarios lo que se traduce en una cascada de comisiones. Hay gente que dice que en estos activos el alfa no existe, pero tambi3n hay quien defiende lo contrario.

- La serie històrica que describe la evolució de su rentabilitat revela la trayectoria de un activo, en este caso de un fondo de inversió (lo que se conoce como su "track record"). La comisió de control debe conocer y comprobar quié y qué hay detrás del mismo.
- Invertir en Real State (Inversió Inmobiliaria), implica diferenciar los distintos riesgos que supone invertir en "logística", "hoteles", "residencial" u "oficinas". Es importante hacerlo porque un error de selecció puede comportar elevados costes.
- La estrategia es muy importante. Hay que plantearse qué se quiere conseguir. Existe el peligro de que bajo una supuesta "gestió activa", en realidad se esconda una gestió de "supermercado", es decir, la mera distribució de activos comprados "al por mayor".

LA COMISIÓ DE CONTROL Y LA ENTIDAD GESTORA DE FONDOS DE PENSIONES: LA CONFIGURACIÓ DE LA CARTERA ESTRATÉGICA.

- El Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones establece que la comisió de control, con participació de la entidad gestora de fondos de pensiones, elaborará una DPPI.
- La estrategia de inversió (DPPI) y la gestió táctica de la cartera son cuestiones distintas. Para establecer la política de inversió estratégica debemos tener en cuenta:
 - Horizonte Temporal
 - Diversificació
 - Aversió al riesgo
 - ISR
- ¿Qué dificultades existen para invertir en alternativos?:
 - Tamaño reducido de las carteras.
 - No forman parte de nuestra cultura de inversores.
- Las carteras de los fondos de pensiones han evolucionado continuamente. Por ejemplo, se ha pasado de carteras con exclusivamente Renta Fija española a carteras con Renta Fija internacional, High Yield, emergente y "corporate". Es la expresió de cómo se han diversificado las carteras.
- La necesidad de adaptar la política de inversió a la realidad biométrica y socioeconómica del colectivo de partícipes representa una dificultad añadida para las comisiones de control de los fondos de pensiones multiplán, con una mayor diversidad derivada de la integració de distintos planes de pensiones y, en consecuencia, una mayor dificultad de adaptació a una realidad concreta.
- Sobre el porcentaje de Inversió Alternativa en la cartera de un fondo de pensiones y la operativa que su gestió comporta, hemos de analizar lo que ésta aporta en términos de rentabilidad, volatilidad y otros condicionantes, sin centrarse tanto en su peso porcentual sobre el total de la cartera.

- La dificultad de un fondo de pensiones de dimensiones patrimoniales reducidas para acceder al mercado de ciertos activos del grupo de Inversiones Alternativas puede verse solventada por la capacidad de la entidad gestora de facilitarle el acceso a dicho mercado si aplica políticas de escala.
- Puede ocurrir que ciertas inversiones supongan sólo un pequeño porcentaje de la cartera pero en cambio represente un gran compromiso para la marcha del plan de pensiones.
- Las comisiones de control de los fondos de pensiones multiplán deben ir desarrollándose. Por ejemplo, a través de un funcionamiento más estable y constituyendo subcomisiones de inversión que facilite un diálogo permanente con la entidad gestora sobre la implantación y seguimiento de unas políticas de inversión más diversificadas, con la necesaria dispersión y descorrelación de activos.
- La comisión de control puede estar condicionada por el “estilo de inversión” y la experiencia en determinados activos de la entidad gestora. Los gestores tienen sus alicientes y, en consecuencia, los equipos de gestión pueden tener interés en llevarnos por determinadas estructuras de cartera. Cada entidad gestora tiene su estilo de gestión de activos, así como sus propios departamentos jurídicos y de control de riesgos.
- Aparentemente la entidad gestora y la comisión de control deberían tener un mismo objetivo en términos de rentabilidad o de cumplimiento de objetivos. Sin embargo, en momentos puntuales puede no ser así, bien por la gestión del propio horizonte temporal (el corto plazo versus largo plazo), por la gestión táctica frente a la estratégica o por el propio umbral de riesgo dispuesto a asumir por el cliente.
- El análisis completo de las inversiones que realiza la entidad gestora del fondo de pensiones no acostumbra a llegar a las comisiones de control. En algunas ocasiones esa información tiene un contenido parcial y lo que llega a la comisión de control normalmente es un trabajo filtrado, con un sesgo claramente comercial.
- El diálogo, la colaboración y el entendimiento entre la comisión de control y la entidad gestora es fundamental y la introducción de las Inversiones Alternativas debe ser planificada.

ASPECTOS PARA LA CONSTRUCCI3N DE UNA CARTERA DE INVERSI3N ALTERNATIVA.

- Hay tres aspectos relevantes sobre las Inversiones Alternativas:
 - LA LIQUIDEZ DEL ACTIVO.- Un aspecto fundamental a la hora de abordar este tipo de inversiones es la liquidez del activo. Ello permite diferenciar entre inversiones alternativas líquidas e ilíquidas. De estas últimas se esperará una prima adicional de iliquidez, requerirán consecuentemente un mayor control.
 - EL VEHÍCULO DE LA INVERSI3N.- Se modulará en funci3n de la forma de inversi3n, bien sea directa, a trav3s de fondos de inversi3n, de sociedades, de derivados, etc. La delegaci3n de la gesti3n implica aspectos positivos como poder optar a una tipologí a de inversi3n que de otra forma no serí a alcanzable para el fondo de pensiones. Como contrapunto estarí a la incapacidad de conocer y controlar esa inversi3n y, por supuesto, la dificultad de actuar en el terreno de la ISR y la aplicaci3n de criterios ASG.
 - MERCADO REGULADO.- Habrá que tener en cuenta si se trata o no de activo cotizado en un mercado regulado. La expectativa de rentabilidad adicional de los no cotizados en mercados regulados debe compensar el diferente cumplimiento normativo y requerirá un seguimiento especí fico, con un mayor detalle.
- Las comisiones de control deberí an estar formadas e informadas sobre cuáles son las características relevantes que se deben conocer de cada tipologí a de activo y cómo realizar sus funciones de control y supervisi3n sobre ellas.
- Incluir los activos catalogados con alternativos en las carteras de inversi3n de los fondos de pensiones no implica necesariamente tener una mayor rentabilidad esperada o mayores riesgos respecto a los denominados tradicionales. Existe una amplia dispersi3n de rentabilidades de estos activos así como de los riesgos asociados a los mismos.
- Incluso dentro de la misma categorí a de Inversiones Alternativas, el rango entre la rentabilidad má xima y mínima en un mismo momento es muy amplio. Por ello la importancia en la selecci3n de los mejores gestores o profesionales cuyo resultado esté recurrentemente en buena posici3n en el mercado.
- Hay una elevada dispersi3n en los retornos. Se constata que hay una “1ª divisi3n” y una “2ª divisi3n” de gestores. Se ha de tener en cuenta que actualmente hay 3500 gestores trabajando en este segmento de activos. Lo que llega a la comisi3n de control es la decisi3n de un departamento especializado de la entidad gestora.
- Existe una dificultad objetiva de acceso a estos activos, sea por la sobredemanda, sea por el escaso tamañ o de los fondos de pensiones que supone una dificultad objetiva para poder asumir la inversi3n mínima exigida para entrar en dichas inversiones.

- El conocimiento de este tipo de inversiones y el dominio de su gesti3n, requiere de unos departamentos especìficos (jurìdicos, de riesgos, etc.) en las entidad gestoras, donde se analiza que sea un activo apto al cumplir los requisitos del RFPF, los aspectos de riesgos especìficos al tipo de inversi3n, la “due diligence” (del fondo de inversi3n) y los reportings (de cada uno de ellos y los agregados) que faciliten el seguimiento de la inversi3n.
- En definitiva, la importancia no s3lo de la diversificaci3n de los activos sino tambi3n de su selecci3n. Es importante tener en cuenta la gesti3n especializada que requieren este tipo de activos.
- Es importante el equipo que va a gestionar el activo, su estructura y qu3 parte del equipo se dedica directamente a inversi3n Debemos tener en cuenta que, por las caracterìsticas de las Inversiones Alternativas se necesita un equipo enorme, entre otras cosas, porque la casuística es enorme.

LOS COSTES DIRECTOS E INDIRECTOS.

- El 14 de diciembre de 2016 se aprob3 la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, relativa a las actividades y la supervisi3n de los fondos de pensiones de empleo (FPE) -IORP II-.
- POTEN-

CIALES, A Y A LOS BENEFICIARIOS”. En el artìculo 37, sobre “*Informaci3n general sobre el plan de pensiones*”, en el epìgrafe 1, letra h), establece que “*Los Estados miembros, con respecto a todos los FPE registrados o autorizados en su territorio, velar3n por que los partìcipes y beneficiarios est3n suficientemente informados sobre el plan de pensiones respectivo gestionado por el FPE, en especial acerca de la estructura de los costes asumidos por los partìcipes y beneficiarios en los planes de pensiones que no prevean un nivel determinado de prestaciones*”.
- Con ello se refuerza la transparencia en relaci3n a la totalidad de costes que soportan los fondos de pensiones de empleo. Tanto por lo que respecta a las comisiones directas como indirectas.
- Las comisiones que soporta un fondo de pensiones son “el gran desconocido”. Un mismo fondo de pensiones tiene diversas clases de activos y utiliza diversos vehìculos de inversi3n. Adem3s de las comisiones directas e indirectas, debemos tener en cuenta las comisiones de terceros y la recuperaci3n de los “rebates” o retrocesiones por las comisiones de los gestores de los fondos de inversi3n.
- Se constata que existe aùn una gran opacidad en algunos costes, como es el caso de los rebates o retrocesiones, de tal manera que en ocasiones podemos decir que la cuesti3n sobre si la retrocesi3n va al fondo de pensiones o no, constituye un acto de fe.
- Por ejemplo, por lo general, las retrocesiones se hacen en t3rminos de promedio por trimestre, sin detallar por fondos y gestoras. En cambio se deberìa separar comercializaci3n, y ejecuci3n, por fondos y gestoras. Deberìa casarse el coste para la entidad gestora y los fondos de pensiones.

- Otro ejemplo es que en la actualidad los costes de asesoramiento de las gestoras de los fondos de inversi3n van implícitos. A partir de ahora, si existen, deberán ser explícitos (lo que podría llevar a su incremento). En definitiva se trata de saber con precisi3n qui3n cobra qué.
- Los costes por comisiones se reflejan en la “Cuenta de Pérdidas y Ganancias” y la informaci3n ya lleva incorporado los gastos operativos. A partir de ahora se podría imputar el coste de asesoramiento.
- El asesoramiento puede haber sido contratado por la entidad financiera (banco), la entidad gestora o la gestora de los fondos de inversi3n. Habrá que afinar qué gastos son imputables al fondo de pensiones y cuáles puedan ser facturados como tales.
- A nivel europeo existe una tendencia a mejorar la transparencia sobre los gastos por comisiones que soportan los fondos de pensiones de empleo. En los “stress test” se han realizado análisis sobre las comisiones en los fondos de pensiones. Los rappel por colocaci3n de activos son difciles de controlar y transparentar.
- El control de los gastos por comisiones es un tema que va a ir evolucionando como han evolucionado otras cuestiones, como los derechos políticos. El sindicato tiene un papel importante para organizar a las comisiones de control y darles soporte para hacer avanzar la transparencia sobre los gastos por comisiones, tanto explícitas como implícitas, y facilitar su seguimiento.

LA INVERSI3N Y EL RIESGO: FINANCIERO Y EXTRA FINANCIERO (ISR).

- Los distintos activos de la cartera del fondo de pensiones llevan asociados diversos tipos de riesgos, segùn sus características y naturaleza. La comisi3n de control debe ser consciente que dichos riesgos existen y establecer en la DPPI la pauta de su gesti3n.
- Lo más importante es conocer el riesgo que se asume, más que el peso relativo del activo en la cartera.
- La política de Inversi3n Socialmente Responsable (ISR), que hace referencia a la gesti3n de los riesgos extra financieros, debe ser tomada en consideraci3n para el análisis sobre la idoneidad de los activos para ser incorporados a la cartera.
- Deberán tenerse en cuenta los aspectos extra financieros, qué tipo de inversiones, a través de qué sociedades y los proyectos que se van a financiar (aspectos analíticos) con el patrimonio del fondo de pensiones, o qué tipo de prácticas e iniciativas se considera convenientes promocionar (aspectos proactivos) y cuáles, en cambio, no son adecuados e incluso inadmisibles (aspectos reactivos).
- La Inversi3n Alternativa no tiene por qué ser ISR. Atenci3n a la diversidad de activos que se incluyen en el grupo de los “Hedge Funds”. Ejemplos: Operaciones “a la contra”, en las que se puede poner en peligro desde una divisa hasta la prima de riesgo de un paí, o las “Black Box”, que como su nombre indica adolecen de transparencia suficiente.

- Todo ello genera reticencias pol3ticas y 3ticas para una organizaci3n sindical. Por lo tanto, deberemos ser cautos y obtener la informaci3n necesaria para saber qu3 estrategias se esconde detràs de cada activo pues es la forma de controlar lo que hay debajo de 3stos.
- Debemos tomar en consideraci3n el hecho de que muchas gestoras no ponen el esfuerzo ni los recursos (humanos y materiales) que ser3an deseables en la gesti3n de la ISR. En algunos casos, son inercias derivadas de la moda. Es importante plantearse que el objetivo de la misma es obtener rentabilidad de una manera (teniendo en cuenta la sostenibilidad) y no de otra (s3lo teniendo en cuenta aspectos financieros inmediatos).

PRINCIPALES MEDIDAS DE LAS COMISIONES DE CONTROL PARA EL CONTROL DEL RIESGO.

- La comisi3n de control deberà ser consultada con anterioridad a la realizaci3n de una inversi3n alternativa, temàtica, espec3fica y/o “de impacto”, una vez que haya superado el filtro financiero y ASG de la entidad gestora.
- Las “Inversiones de impacto” son inversiones realizadas en compa3n3as, organizaciones y fondos con la intenci3n de generar impacto social, medioambiental y retorno financiero.
- Existe la posibilidad de invertir en fondos de “Objetivo de Desarrollo Sostenible” (ODS). Se trata de un mecanismo de cooperaci3n al desarrollo con el fin de promover el desarrollo sostenible a trav3s de programas conjuntos de caràcter “integrado” y multidimensional.
- En las Inversiones Alternativas se buscarà una correcta diversificaci3n y dispersi3n, por lo que se materializaràn principalmente mediante veh3culos de inversi3n colectiva.
- Determinar el porcentaje de cada activo que ha sido sometido a un anàlisis de sostenibilidad con respecto al total de su clase (renta fija –p3blica y corporativa-, renta variable y otras inversiones –inversi3n inmobiliaria, capital riesgo y gesti3n alternativa-).
- La Inversi3n alternativa puede ser l3quida o il3quida. Debe prestarse especial atenci3n a la il3quida debido a la dificultad de deshacer sus posiciones.
- La liquidez debe ser analizada desde un doble aspecto: el tiempo del plazo de inversi3n comprometido y la capacidad de disponer del activo.
- Debemos solicitar la “due dilligence”, tanto financiera como extra financiera, tanto en la inversi3n directa como a trav3s de fondos de inversi3n. Solicitud de toda la informaci3n adicional que se estime necesaria, por ejemplo, las “side letter”. En funci3n del volumen de la inversi3n y del tipo de activo, solicitar una reuni3n con el gestor de la inversi3n alternativa. La informaci3n sobre los criterios ASG debe tener, como m3nimo, una periodicidad anual.

- Reclamar la presencia de la Inversi3n Responsable para “Hedge Funds” en el cuestionario de la “due dilligence”. Centrarse en 14 preguntas, divididas en 4 apartados:
 - ¿Por qu3? Por qu3 se considera la ISR.
 - ¿Qui3n? Capacidad del gestor y su estructura de gobierno para implementar y supervisar la pol3tica.
 - ¿C3mo? C3mo se toman y se implementan las decisiones.
 - ¿Qu3? C3mo puede evaluar el propietario de activos la inversi3n al inicio de la misma y durante su desarrollo.
- Requisitos de la Inversi3n Responsable en el “Capital Riesgo” (Private Equity):
 - Clàusulas ASG en los documentos legales: contratos, cartas accesorias:
 - D3nde colocarlas (*limited partnership agreements or side letters* - son cartas accesorias que, al contrario de lo que ocurre con los anexos, no forman parte de contrato).
- Contenido (compromisos y estàndares: Pacto Mundial, Principios Rectores de Naciones Unidas; restricciones de inversi3n y opciones opt out; procesos y decisiones de inversi3n: evaluaci3n ASG en la “due dilligence”, requisito de ser signatario de Pacto Mundial a las empresas en cartera, informaci3n y reporting ASG en los consejos de las empresas; reporting: durante la vida del fondo, frecuencia, reporting de incidencias).

LAS INVERSIONES ALTERNATIVAS: EL REPORTING Y SEGUIMIENTO DE LAS MISMAS.

- El planteamiento de seguimiento, control y evaluaci3n de estas inversiones es diferente a las inversiones “tradicionales”, como puede ser la renta fija o variable.
- Es dif3cil localizar referencias de mercados, similares a los 3ndices de referencia que sean comparables a las inversiones espec3ficas adquiridas.
- Por tanto, sus medidas de evaluaci3n quizà no deber3an ser referencias en t3rminos absolutos respecto a su propia tipolog3a de activo, sino relativas, como por ejemplo el diferencial de rentabilidad respecto aquello que hubieras obtenido de no haber diversificado. Las comparaciones mensuales de rentabilidad pueden llevarnos a errores al tener un horizonte temporal de largo plazo.
- Igualmente, se deben combinar formas de seguir la rentabilidad de los activos, ya que la rentabilidad anual del capital riesgo o de las infraestructuras puede aportar una informaci3n insuficiente, dependiendo del momento en el cual se encuentre el proceso de inversi3n.
- En estos activos en concreto, el control y la evaluaci3n seràn espec3ficos, ya que habrà aspectos diferentes al resto, como una fecha de inicio, capital comprometido, capital pendiente de desembolsar, plazo, etc.

- Aparte de la información sobre el activo y el gestor del mismo, es importante tener en cuenta la necesidad de que la entidad gestora del fondo de pensiones informe de las incidencias, las cuales podemos clasificar de tres tipos: incidencias de la entidad gestora, incidencia de rating y memoria de Incidencias legales.

RESUMEN DE LOS ASPECTOS MÁS RELEVANTES.

- Es relevante para la gestión de los fondos de pensiones de empleo el contraste entre el corto plazo y el largo plazo, evitando tomar posiciones derivadas de la euforia y del pánico y en especial de las modas del momento (oportunismo), manteniéndose la fidelidad a la estrategia definida en la DPPI. Analizar las ventajas de una rentabilidad más modesta vs riesgo de diversificar por diversificar.
- La regulación actual sobre la aptitud de los activos susceptibles de incluirse en la cartera de inversión la encontramos en el artículo 70 del Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones. Antaño, estos activos tuvieron problemas porque no ser considerados aptos.
- Hay un principio que se debe respetar: “no invertir en lo que no se entiende”, lo cual nos lleva a la necesidad de formación e información para los miembros de la comisión de control.
- El sentido común es la principal defensa de la Comisión de Control, teniendo en cuenta el principio de que “no hay rentabilidad sin riesgo”. Una cartera diversificada es más óptima, lo cual no implica invertir en una cantidad elevada de activos, ni tampoco hacerlo en aquellos que acarrear asumir un riesgo no deseado por la comisión de control o, incluso, llegar a ceder la gestión a un tercero sin conocer el producto ni al gestor.
- Es muy importante la información sobre las notas estructuradas escondidas en activos consideradas Inversiones Alternativas referenciadas en paraísos fiscales.
- Existe una dificultad de catalogar estos activos. Por ejemplo, fondo de inversiones en RV que asume apalancamiento, RF en activos High Yield, o ETF's en activos que pueden ser considerados Inversiones Alternativas.
- La “Private Equity” (Capital Riesgo) tiene asociado el riesgo de iliquidez. Se trata de una inversión a largo plazo. La evolución de la rentabilidad es la denominada “curva J”. Es de difícil liquidación, por lo que debe tenerse en cuenta la estructura demográfica (biométrica) del colectivo de partícipes.
- Hay fondos de Inversión Alternativa que tienen por objeto sustituir posiciones de tesorería o de RF. Si hubiesen pérdidas sería complicado justificarlas. Hubo fondos de inversión que quebraron como los VaR 3 ó VaR 4.
- Son activos que no suelen tener valoración diaria. Por lo tanto, es difícil valorar su riesgo.
- Son activos que tienen dificultades para establecer criterios de valoración. Se activan con criterios contables.
- Aportan diversificación pero debe analizarse si la diversificación es correcta y si existe un grado real de descorrelación de los activos.
- Son productos complejos por lo que la comisión de control debe tener formación e información sobre dichos activos. Se debe ser consciente de la dificultad técnica de su gestión.

- La intervenci3n de diversos intermediarios puede producir una cascada de comisiones. La comisi3n de control debe velar por este aspecto. Para la Inversi3n Alternativa se utiliza como veh3culo los fondos de fondos.
- La transparencia sobre los costes reales que soporta el fondo de pensiones es un elemento muy relevante sobre el que la comisi3n de control debe centrarse.
- En el “Capital Riesgo”, la selecci3n del gestor es fundamental. Es un dato emp3rico atendiendo al amplio rango de los resultados obtenidos en el mercado. Es un aspecto relevante para una diversificaci3n adecuada y la eficiencia en la utilizaci3n de estos activos.
- Dada su complejidad, es fundamental el seguimiento exhaustivo. Para ello, es necesario el control peri3dico, con un reporting anual que tenga un contenido m3nimo. La comisi3n de control debe exigir un reporting adecuado para el ejercicio de sus funciones.
- Se debe abordar el tema de la posibilidad de obtener rentabilidades negativas y, en consecuencia, sentirse “llamados” a obtener mayores rentabilidades para recuperar lo perdido, con el riesgo que ello comporta. Es importante definir la horquilla de rentabilidad m3xima y m3nima en la que se puede mover el activo.
- Respecto a la ISR de las Inversiones Alternativas, se debe cuantificar la rentabilidad extra financiera (atribuci3n de rendimientos y resultados). Tambi3n es importante tener acceso a las bases de datos sobre los fondos de inversi3n de las agencias de rating de sostenibilidad. En los fondos de “Capital Riesgo” puede que no existan bases de datos.
- La comisi3n de control debe disponer de informaci3n y acceder a la formaci3n. El criterio de actuaci3n de la comisi3n de control debe ser la prudencia. Se ha de ser consciente que existe una gran variedad de productos que pueden ser considerados como Inversi3n Alternativa.
- Es conveniente incorporar las Inversiones Alternativas a la cartera estrat3gica, para que la misma est3 diversificada, con activos descorrelacionados y poder optar a una rentabilidad adicional, si bien la variedad de estos activos es amplia y compleja, lo que implica la especializaci3n de la entidad gestora y el seguimiento intensivo por la comisi3n de control que permita el desarrollo de un adecuado proceso de gesti3n de riesgos y evaluaci3n de la gesti3n. En especial, se precisa ser cautos y evitar riesgos innecesarios.

A MODO DE CONCLUSIONES.

- El presente documento quiere ser una síntesis entre conocimiento y preocupaciones.
- Vamos a incorporar la Inversión Alternativa a la oferta formativa, diseñando un curso específico para las comisiones de control.
- La próxima “Trobada de Tardor” podría abordar el tema de los costes en los fondos de pensiones. Continúa habiendo mucha opacidad en la cuestión. De los *rebates* se obtienen informaciones genéricas, a través de promedios, etc. Las entidades gestoras aducen una cuestión de confidencialidad comercial cuando el patrimonio invertido es del fondo de pensiones.
- Las Inversiones Alternativas refuerzan la idea de que los fondos de pensiones se basan en una estrategia de inversión a largo plazo. Los aspectos biométricos y socioeconómicos del colectivo de partícipes se han de tener en cuenta.
- Ante la evolución del actual modelo de planes de pensiones de empleo, debemos cuestionarnos el papel que ocupa la prestación en el momento de la contingencia. Debemos colocar el “objetivo prestacional” en el eje vertebrador de un nuevo modelo de planes de pensiones de empleo.
- Se ha aceptado la derrota en la batalla sobre aplicar los criterios de valorar los títulos de RF a precio de compra y no de mercado, cuando es una cuestión fundamental por varios motivos. Sería útil para reforzar la idea de instrumento de ahorro-previsión, serviría adecuadamente como instrumento de financiación de la economía, reduciría la volatilidad y estabilizaría las prestaciones y, finalmente, mejoraría la rentabilidad de los fondos de pensiones de empleo, permitiendo colocarse en el tramo largo de la curva de tipos.
- Las DPPI deben contener las restricciones sobre el proceso de inversión en activos considerados Inversión Alternativa. Conocer las “Due Dilligence” de los fondos de inversión es un elemento fundamental para las comisiones de control. Si no aún se conocen, se deberían solicitar para poder acceder a ellas.
- Hay activos dentro de los Hedge Funds que pueden representar un riesgo extra financiero potencial. En muchos casos, son activos extremadamente opacos. Se constata una presencia importante de los mismos en las carteras de los fondos de pensiones a pesar de que no todas las entidades gestoras tienen la capacidad de gestionarlos.
- Debemos ponderar al máximo los activos incluidos en este grupo de activos, con un análisis lo más desmenuzado posible, que nos permita obtener información precisa sobre su atribución de rendimientos y resultados.
- Hay benchmarks trampa en la medida que no aportan ninguna información relevante. Mejor que establecer un benchmark de referencia definamos qué le vamos pedir a la Inversión Alternativa y que pretendemos conseguir.
- La DPPI debe estar bien “afinada” y ser precisa para poder controlar la gestión táctica realizada por la entidad gestora y el valor que ésta aporta.

- Confeccionar e implementar una cartera de Inversión Alternativa es tarea de años y debe realizarse sobre principios estratégicos bien definidos y con la participación de entidades gestoras que tengan la capacidad y el conocimiento necesarios para gestionarla.

ANEXO I: ESTUDIO REALIZADO POR ROSA M^a AHUMADA Y M^a PAZ MORAL (UNIVERSIDAD DEL PAÍS VASCO).

- Casi un 3% del patrimonio de los fondos de pensiones est invertido en Inversiones Alternativas.
- La Renta Fija es el activo mayoritario en las carteras de los fondos de pensiones.
- No existe conocimiento generalizado de la legislaci3n sobre Inversiones Alternativas en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.
- Hay dudas sobre la capacidad generalizada de gesti3n de las Inversiones Alternativas (especializaci3n) de las entidades gesti3n.
- De 2010 a 2016: de los 25 fondos de pensiones analizados, se ha pasado de 4 fondos a 21 fondos con Inversiones Alternativas. Se trata de los fondos más importantes.
- En dicho periodo, se ha pasado de 2 a 17 fondos de pensiones que informan sobre la atribuci3n de rendimientos y resultados (81% de los fondos de pensiones analizados).

ANEXO II: MAPA DE INVERSIONES ALTERNATIVAS EN LOS PLANES DE PENSIONES PARTICIPANTES EN EL GRUPO DE INVERSIONES.

BASF	NO TIENEN	NO UGT Y PROMOTOR	TAMAÑO BAJO	CICLO DE VIDA
BAYER	AD/PD	SI	AUTORIZACI3N ENTRE 0 /10	4,31% IA ISR NO COMMODITIES (TOTAL 1 MILL3N)
ENDESA	AD/PD	SI		3% IA (LOANS/HIGH YIELD MULTIGESTI3N 1+3
GAS NATURAL		SI	MÀXIMO 10%	8% IA (HEDGE FUNDS 44%, PRIVATE EQUITY 33% INMOBILIARIA 23%
PPS LA CAIXA		SI		16% IA (50% HEDGE FUNDS, 17% INMOBILIARIA, 16% COMMODITIES, 14% PRIVATE EQUITY (TOTAL 34 MILLONES)
CAIXABANK		SI	POST	DEL 10% AL 20%
				17% IA (DE 4.200 MILLONES) (21% EN 2018) 7% PRIVATE EQUITY, 3% INMOBILIARIO, 4% HEDGE FUNDS, 1,5% OTROS (TOTAL 750 MILLONES)
				PLAN DE INVERSI3N: PROGRESIVO: 600 MILLONES COMPROMETIDOS EN PRIVATE EQUITY, 300 DESEM-BOLSADOS (REFLEJADO EN LA DPPI) ASESOR DE INVER-SIONES
ANAV	AD/PD	SI	NO AUTORIZA	MÀXIMO 10%
				4,18% IA ASESOR DE INVERSIONES
COVESTRO	AD	SI		MÀXIMO 10%
				PROBLE DE CONTROL: FONDO MULTIPLÀN
SCO	AD	NO		
BBVA	AD/PD	SI		OBJETIVO: 3%
				3,4% IA (2017) 0,99% RETORNO ABSOLUTO. 58% EDAD MEDIA PONDERADA
FC BARCELONA	AD	SI		MÀXIMO 3%
				5,79% 15% INMOBILIARIO 4,64% HEDGE FUNDS. NO ISR
ABERTIS AUTOPISTA	AD	AHORA NO		CAMBIARÁN DPPI
				OBJETIVO: MÀXIMO 12% (5% HIGH YIELD)
BANC SABADELL	AD/PD	SI	AUTORIZA	
				27% EN TOTAL 7% INMOBILIARIO, 4% HEDGE FUNDS 2% PRIVATE EQUITY AHORA INFRAESTRUCTURAS. ASESOR FINANCIERO. ESTRATEGIA DE IMPLANTACI3N. FORMACI3N DE LA COMISI3N DE CONTROL PREOCUPACI3N: LAS COMISIONES (NO SIEMPRE JUSTIFICADAS). GESTOR INTENTA COLOCAR SUS ACTIVOS. IMPLANTADA ISR

ANEXO III: PARTICIPANTES.

PLANES DE PENSIONES DE EMPLEO

- Ferran Vilar (BASF)
- Francisco Pérez (BASF)
- Cebaste Coll (BAYER)
- Manuel Carlos García (GAS NATURAL FENOSA)
- Josep Magriñà (PPA LA CAIXA)
- Jordi Jofra (CAIXABANK)
- Joaquín Bielsa (ANAV)
- Jorge Moraleda (COVESTRO)
- Adela Gómez (SEGUROS CATALANA OCCIDENTE)

- Estíbaliz Pous (BBVA)
- Jaume Feliu (FC BARCELONA)
- Emili Pardo (FC BARCELONA)
- Susana Uroz (ABERTIS AUTOPISTAS)
- Juanjo Serón (BANC SABADELL)
- Cristina Lorenzo (BANC SABADELL)

PROFESIONALES

- Blanca Fuente (CPPS)
- Rosa María Ahumada (Universidad del País Vasco)
- Andrés Cárdenas (GPP-BBVA)
- Francesc Martínez (FONDITEL)
- Enric Pociello (CPPS)

CCOO

- Mario Sánchez (CSCCOO)
- Sergi Gomila (Àrea de Previsió Social Complementària CCOO de Catalunya)
- Juan Nieblas (Àrea de Previsió Social Complementària CCOO de Catalunya)
- Jordi Giménez (Àrea de Previsió Social Complementària CCOO de Catalunya)

<http://www.ccoo.cat/planspensions>
apfpensions@ccoo.cat