



Latin American Private Equity & Venture Capital Association

Marzo 14 de 2016

SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP
Avenida Los Laureles No. 214
San Isidro, Lima
Perú

Atte.: Sr. Michel Canta Terreros
Superintendente Adjunto de Administradoras Privadas de Pensiones

Sr. Cesar Ernaú
Intendente del Departamento de Supervisión de las Carteras Administradas

Asunto: Comentarios al proyecto de Resolución que establece modificaciones a los requerimientos de los instrumentos u operaciones de inversión establecidas en el título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del SPP.

Apreciados señores,

En esta ocasión nos dirigimos a ustedes para respetuosamente poner a su consideración nuestros comentarios, en representación de nuestros miembros, en relación al proyecto de "Resolución que establece modificaciones a los requerimientos de los instrumentos u operaciones de inversión establecidas en el título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del SPP".

Por medio de este comunicado, queremos expresarles nuestras observaciones al **Artículo 75° C.- Límites y sublímites aplicables a instrumentos alternativos**, en particular, a la propuesta de crear un indicador para determinar si una Administradora de Fondos de Pensiones del Perú (AFP) puede realizar nuevos compromisos a fondos alternativos.

$$IS_{INVERSION,t} = MAX \left(VM_t, \sum_{k=0}^t CC_k - \sum_{k=0}^t D_k + 1.2 * \frac{CCR_t}{PIR_t} \right)$$
$$IS_{DESINVERSION,t} = VM_t$$

Dónde:

$IS_{INVERSION,t}$: Indicador de seguimiento del periodo de inversión para el día t.

$IS_{DESINVERSION,t}$: Indicador de seguimiento del periodo de desinversión para el día t.

VM_t : Valor de mercado de la inversión realizada (*Net Asset Value*) en el fondo alternativo al día t.

$\sum_{k=0}^t CC_k$: Sumatoria de los *capital calls* pagados por el fondo de pensiones al fondo alternativo hasta el día t.

$\sum_{k=0}^t D_k$: Sumatoria de las distribuciones de capital comprometido devueltas (no incluye utilidades o dividendos) por el fondo alternativo al fondo de pensiones hasta el día t.

CCR_t : Monto del capital comprometido remanente (no pagado) en el fondo alternativo, al día t.

PIR_t : Periodo de inversión remanente del fondo alternativo al día t, expresado en número de años (ACT/365). El valor mínimo del periodo de inversión remanente es 1.

La fórmula intenta resolver un problema que había sido desapercibido por nosotros cuando publicaron la ley N° 3233-2015, donde una AFP efectivamente es sujeta a dos límites sobre inversiones alternativas. El primero fija una exposición máxima, calculada como porcentaje del valor de mercado (NAV) entre el valor de la Cartera Administrada; y el segundo, considera la sumatoria de los valores máximos entre el capital comprometido y NAV, para determinar si una AFP puede realizar nuevas inversiones alternativas. El segundo límite es problemático, ya que los compromisos a un fondo son por periodos de diez a catorce años, reduciendo la capacidad de inversión aun cuando el fondo ya este casi totalmente desinvertido o donde el gestor no vaya a llamar ningún capital adicional.

Valoramos inmensamente el esfuerzo que están haciendo por mejorar el marco regulatorio, sin embargo, consideramos que la ley vigente y la propuesta de este nuevo indicador no es conveniente para incentivar el desarrollo de la industria de fondos de capital privado en Perú. A continuación presentamos nuestras principales razones:

1. Mejores Prácticas Internacionales

Según prácticas internacionales tanto europeas, como en Estados Unidos y los principales países de América Latina (incluyendo Colombia), el límite efectivo para invertir en activos alternativos se basa en hacer el cálculo utilizando el NAV (*Net Asset Value*). Las principales razones se presentan a continuación:

- La composición de carteras alternativas puede variar significativamente: (1) la edad de la cartera, (2) la rentabilidad y duración de las inversiones, (3) los mecanismos de valorización, (4) la vida promedio para que inversiones subyacentes sean desinvertidas, (5) las geografías y monedas de inversión, entre otras.
- Debido a las grandes diferencias que pueden haber en la cartera de cada AFP, las prácticas internacionales exigen que cada AFP desarrolle sus propios procedimientos para determinar si tiene holgura para hacer nuevas inversiones alternativas, con un único límite sobre NAV.
- Las características de los flujos de caja en inversiones en capital privado normalmente requieren hacer compromisos mayores al nivel de exposición deseada, ya que el NAV promedio durante la vida del fondo suele ser muy inferior al tamaño del compromiso.
- La ley también ignora que las carteras de capital privado deben ser planificadas con años de anticipación, ya que el valor crece gradualmente. En el caso de AFPs en países jóvenes, donde

el número de afiliados crece anualmente, es natural que la suma de compromisos totales sea significativamente más alta que el nivel de NAV/AUM actual.]

2. Aplicabilidad del Indicador

Luego de realizar un análisis tomando en cuenta una base de datos pública proveniente de fondos de pensiones, concluimos que la fórmula propuesta, si bien resuelve el problema para los fondos que ya hayan terminado su periodo de inversión, este no resulta práctico para fondos dentro de su periodo de inversión. **En un tercio de los fondos estudiados en el último año de su periodo de inversión, el indicador resulta siendo más del 100% del valor total del compromiso, mientras el NAV de estos fondos estaba en tan solo 64 a 75% del valor del compromiso (Tabla 1).** Esto puede suceder por varias razones:

- Casos en donde los fondos deciden nunca llamar el 100% del capital comprometido para evitar hacer inversiones malas en momentos de valorizaciones altas
- Casos en donde los fondos no llaman el 100% del capital comprometido durante el periodo de inversión para tener reservas para aumentos de capital en empresas existentes (follow-on investments) y comisiones futuras
- Fondos que hayan comprometido un porcentaje importante de su capital a proyectos u inversiones, pero los compromisos aun no hayan sido desembolsados, como se ve en fondos de infraestructura o fondos de fondos
- Fondos que hagan inversiones solo en el último año de su periodo de inversión:
 - En fondos anuales o fondos con un periodo de inversión corto es probable que hagan todas sus inversiones en el último año del periodo de inversión
 - Por ejemplo, un fondo inmobiliario, que decide hacer todas sus inversiones en el tercer y último año de inversión del fondo para comprar a precios atractivos. En este caso, en el penúltimo año, el indicador llegaría al 120% del capital comprometido

Así mismo, consideramos que la ley ignora el hecho de que el flujo de caja cumulativo de muy pocos fondos llega al -100% del capital comprometido. Muchos fondos no invierten el 100% de su capital durante el periodo de inversión y utilizan ingresos de la venta de empresas del portafolio para financiar comisiones y “follow-on investments” en lugar de llamar el 100% del capital comprometido.

Finalmente, la ley ignora el caso de fondos sin un periodo de inversión definido, ya que esto no era requerido antes de la creación de la ley N° 3233-2015.

Tabla 1: Cartera del 2011 del California Public Employees Retirement System (CalPERS)¹

Funds with Age 4:	Vintage	Capital Committed	(A) NAV	NAV / Committed	(B)	(B) / Committed	Indicator	Indicator / Committed	Indicator / NAV
Avenue Special Situations Fund VI (A)	2011	\$150,000,000	\$111,757,550	75%	\$68,012,584	45%	\$111,757,550	75%	1.0x
Birch Hill Equity Partners (US) IV, LP	2011	\$136,846,411	\$112,411,188	82%	\$120,693,023	88%	\$120,693,023	88%	1.1x
Blackstone Capital Partners VI, L.P.	2011	\$500,000,000	\$372,598,894	75%	\$505,259,166	101%	\$505,259,166	101%	1.4x
CalPERS Wellspring V, L.P.	2011	\$24,975,000	\$16,489,689	66%	\$27,155,574	109%	\$27,155,574	109%	1.6x
Francisco Partners III, L.P.	2011	\$100,000,000	\$114,851,852	115%	\$92,148,475	92%	\$114,851,852	115%	1.0x
GSO Capital Opportunities Fund II, LP	2011	\$250,000,000	\$124,393,899	50%	\$245,204,528	98%	\$245,204,528	98%	2.0x
Hellman & Friedman Capital Partners VII	2011	\$300,000,000	\$225,489,159	75%	\$245,842,845	82%	\$245,842,845	82%	1.1x
Oaktree Opportunities Fund VIII-B	2011	\$200,000,000	\$204,876,484	102%	\$157,089,771	79%	\$204,876,484	102%	1.0x
Wellspring Capital Partners V, L.P.	2011	\$150,000,000	\$95,877,983	64%	\$161,065,615	107%	\$161,065,615	107%	1.7x
Subtotal		\$1,811,821,411	\$1,378,746,698	76%	\$1,622,471,581	90%	\$1,736,706,637	96%	1.3x

Propuesta:

Prácticas en Europa, Estados Unidos, y los principales países de América Latina (incluyendo Colombia), sugieren un sistema mucho más simple que el Peruano. Internacionalmente, fondos de pensiones definen su exposición deseada a diferentes clases de activos como el valor de mercado (NAV) entre el valor de su cartera (AUM). En muchas clases de activos, los fondos de pensiones fijan un rango deseado de exposición, porque saben que es difícil llegar a un nivel de exposición constante.

Entendemos el deseo de la SBS de velar por un adecuado control de riesgos, para mitigar el riesgo que un AFP se exceda de los límites fijado para diferentes clases de activos alternativos. Sin embargo, creemos que cada AFP es la mejor posicionada para evaluar y monitorear los riesgos de su cartera y ajustar su política de inversiones. Las principales razones se incluyen a continuación:

- Establecer un solo límite sobre valor de mercado (NAV) entre el valor de la cartera administrada, en línea con prácticas internacionales. Cada AFP debería determinar si tiene holgura para nuevas inversiones alternativas.
- En caso a la SBS le parezca indispensable definir un indicador para determinar si una AFP puede realizar nuevas inversiones alternativas, esta fórmula debería eliminar situaciones donde el IS (Inversión (t)) es mayor al tamaño del compromiso.
- En casos de fondos sin un periodo de inversión definido, el índice se debería calcular sobre el valor de mercado de la inversión (NAV).

Quedamos a su disposición para aclarar cualquier duda y esperamos que estos comentarios sean tenidos en cuenta, para el bien de los fondos de pensiones y la industria de fondos de capital privado en Perú.

Cordialmente,



Cate Ambrose,
 Presidente y Directora Ejecutiva
 Latin American Private Equity and Venture Capital Association (LAVCA)
 En representación de LAVCA Public Policy & Global Standards Council.

¹ Datos al 30 de Junio 2015. Asume que los fondos tienen un periodo de inversión de cinco años, que comenzó el 30 de Junio 2011. El indicador es el valor máximo entre el NAV y IS (Inversión (t)), llamado (B) en la tabla.