



---

**Informe Final**

**Fija comisiones  
máximas a ser  
pagadas por los  
Fondos de Pensiones**

---

**Junio 2021**

## CONTENIDO

<b>I.</b>	<b>Introducción.....</b>	<b>4</b>
<b>II.</b>	<b>Marco Regulatorio Vigente.....</b>	<b>4</b>
<b>III.</b>	<b>Análisis de otras jurisdicciones y organismos internacionales ...</b>	<b>5</b>
<b>IV.</b>	<b>Normativa Final.....</b>	<b>6</b>
A.	Contenido de la Normativa Final .....	9
<b>V.</b>	<b>Análisis de Impacto de la Normativa Final .....</b>	<b>27</b>

## I. INTRODUCCIÓN

El artículo 45 bis del D.L. N°3.500 requiere que la Superintendencia de Pensiones (SP) y la Comisión para el Mercado Financiero (en adelante, la Comisión) fijen anualmente a través de una resolución conjunta 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.

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 resolución conjunta deberá ser de cargo de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs).

De esta forma, la disposición antes aludida pretende generar los incentivos adecuados para que las AFPs seleccionen 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, el presente proyecto normativo tiene por objeto establecer las comisiones máximas que podrán pagar los Fondos de Pensiones por las inversiones efectuadas en cuotas de fondos mutuos, fondos de inversión y otros instrumentos financieros, para el período comprendido entre el 01 de julio de 2021 y el 30 de junio de 2022.

## II. MARCO REGULATORIO VIGENTE

La fuente legal del proyecto normativo está definida por las disposiciones contenidas en el artículo 45 bis del Decreto de Ley N°3.500 que establece el Sistema de Pensiones, cuyo inciso sexto establece que el Superintendente de Pensiones y el Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero<sup>1</sup>, deben fijar anualmente, a través de una resolución conjunta, debidamente fundada, y que procure reflejar los valores de mercado, las comisiones máximas que pueden ser pagadas con cargo a los Fondos de Pensiones, 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 del mencionado Decreto, 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.

---

<sup>1</sup> Conforme establece el artículo 67 de la Ley N°21.000, 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 respectivamente, a la Comisión, al Consejo o a su Presidente, según corresponda.

### III. ANÁLISIS DE OTRAS JURISDICCIONES Y ORGANISMOS INTERNACIONALES

De la revisión realizada, no se identificaron principios o recomendaciones que se refieran específicamente a las 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), así como tampoco de 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.

Sin perjuicio de lo anterior, la mayor parte de los documentos analizados enfatizaban el 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.

Por su parte, 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, observando que Colombia y México tienen regulación a ese respecto.

En la regulación de **Colombia**, se establece que son los gestores de los Fondos de Pensiones 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<sup>2</sup>. Asimismo, se establece que en caso que las comisiones pagadas sean mayores a las máximas establecidas, *"los excesos sobre estas últimas serán a cargo de la Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y de Cesantías"*, otorgando facultades a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) para determinar las condiciones en las que se cumplirá esta obligación.

En el caso de **México**, los Fondos de Pensiones del sistema privado de pensiones pueden invertir en cuotas o participaciones de fondos, debiendo las Administradoras de Fondos *"cubrir el excedente de los costos sobre los máximos aprobados por el Comité de Análisis de Riesgos"* (CAR), en el caso de adquisición de vehículos y vehículos de inversión inmobiliaria<sup>3</sup> y en el caso de instrumentos estructurados las Administradoras deberán cubrir el excedente de los costos que superen el límite definido en las disposiciones de carácter general en materia financiera de los Sistemas de Ahorro para el Retiro<sup>4</sup>. En efecto, el CAR de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR), aprobó los criterios aplicables a vehículos (ETF) accionarios, inmobiliarios y de deuda, fondos mutuos indizados y fondos mutuos con estrategias activas, estableciendo que se debe verificar que *"los costos o comisiones totales máximos del vehículo/fondo... sean inferiores o iguales a los costos o comisiones totales máximos aceptado por el CAR para el correspondiente tipo de vehículo/fondo"* y que *"en caso de que se excedan los costos*

---

<sup>2</sup> Artículo 2.6.13.1.1 del Decreto Único 2555.

<sup>3</sup> Artículo 111, Disposiciones de carácter general en materia financiera de los Sistemas de Ahorro para el Retiro.

<sup>4</sup> Artículo 30, Disposiciones de carácter general en materia financiera de los Sistemas de Ahorro para el Retiro.

*o comisiones totales máximos aceptados por el CAR, la Administradora deberá pagar la diferencia entre el costo o comisión total máximo aceptado por el CAR y el costo cobrado por el patrocinador del Fondo”, no encontrándose información sobre estos límites.*

Por su parte, la Ley del Sistema de Pensiones Privado en **Perú**, permite la inversión en cuotas de fondos mutuos y de inversión<sup>5</sup>, en la medida que se cumplan las características reglamentarias que se establezcan al efecto<sup>6</sup>, lo que permitiría el establecimiento de límites máximos a las comisiones a ser pagadas por esa inversión. No obstante, no se ha observado regulación que establezca actualmente esas limitaciones.

En el caso de **Costa Rica**, las entidades reguladas que administran fondos deben respetar el Reglamento de Gestión de Activos (RGA), el cual indica los costos que pueden ser imputados a las entidades reguladas<sup>7</sup>, estableciendo que éstos corresponden a *“todos aquellos costos correspondientes a custodia, 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 deben 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.”*.

#### **IV. NORMATIVA FINAL**

La propuesta normativa fue sometida a consulta pública entre el 17 y 24 de junio de 2021, periodo en el cual fueron recibidos cuatro comentarios, tres de ellos corresponden a Administradoras de Fondos de Pensiones y uno fue realizado por una Administradora General de Fondos.

Los principales comentarios, similares a los manifestados en años anteriores, estaban relacionados a que las bases de datos utilizadas para el cálculo de las comisiones máximas presentarían problemas en cuanto a la comparabilidad de los datos, la representatividad de la muestra, la precisión y la finalidad con que fueron recopilados los datos, entre otras problemáticas. En este sentido, algunos sugirieron cambios a la metodología, los cuales fueron o ya habían sido analizados por los equipos técnicos.

Por su parte, hubo quienes señalaron que la baja de la TER en un contexto de fees al alza desincentivaría la inversión en managers que aportan mejores rentabilidades ajustadas por riesgo.

---

<sup>5</sup> Artículo 25, Ley del Sistema de Pensiones Privado.

<sup>6</sup> Dispuestas en el título VI del Compendio de Normas Reglamentarias del Sistema Privado de Salud.

<sup>7</sup> Artículo 64, del Reglamento de Gestión de Activos.

### **Enunciado normativo**

La propuesta normativa 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 2021 y el 30 de junio de 2022.

La propuesta normativa de este año contempla las siguientes modificaciones respecto a la versión del año anterior:

1. Las comisiones máximas fijadas para este periodo son, en general, inferiores a las establecidas para el periodo anterior, con excepción de los activos alternativos. En promedio, se observa una reducción de 10 puntos base para fondos mutuos nacionales y extranjeros y fondos de inversión nacionales respecto del año anterior y 3 puntos base en el caso de títulos representativos de índices financieros. En el caso de activos alternativos, las comisiones máximas aumentaron, en promedio, en 9 puntos base.
2. Se precisa en la definición de comisión o TER, para el caso de activos alternativos y la TER equivalente, que por "valor de la inversión" (invested capital) se debe entender las inversiones valorizadas (mantenidas en la cartera de inversión) más las inversiones distribuidas y no rellamables. Se señala que de manera opcional se podrá emplear el "ending NAV-Net of Incentive Allocation" de los informes de la Institutional Limited Partner Association (ILPA), en lugar del valor de la inversión.
3. Para los títulos representativos de índices financieros, se modifica la base de datos utilizada, excluyendo los ETF de circunscripciones distintas a USA. Se utiliza la base "United States Exchange Traded Funds", en atención a que esta base es suficientemente robusta y aquellos fondos ETF de otras jurisdicciones distintas a USA quedaban fuera del análisis posterior al proceso de depuración de datos. La utilización de la nueva base no afectó de manera significativa los resultados, en consideración a que, luego de los ajustes, se obtuvieron 1.738 títulos representativos de índices financieros en comparación a los 2.165 del año anterior.
4. Para los títulos representativos de oro, se modificó la base de datos Bloomberg por la base de datos Morningstar Direct: Global Exchange Traded Funds, que sería más robusta para este tipo de activos.
5. Se modifica la determinación del estadígrafo, utilizando el percentil 75 de las TER de cada categoría de fondos para las dos series de tiempo utilizadas y que posteriormente son promediadas, a excepción de los fondos de activos alternativos, fondos inmobiliarios y de infraestructura y títulos representativos de oro, que sigue utilizando el percentil 90 de las TER para las dos series de tiempo consideradas en el cálculo.
6. Finalmente, para este periodo no se consideraron los fondos de infraestructura, al no encontrarse este tipo de fondos en la base de datos utilizada.

### **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. 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, se consideran los fondos domiciliados en Estados Unidos, debido a la profundidad de sus mercados y a que, en este país, la información de las comisiones (TER) de los fondos no se ven afectadas por "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, se consideran también fondos retail.
- 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 consideran las categorías de alternativos y commodities del campo "Global Broad Category Group" de las bases de Morningstar.
- Se realizan ajustes específicos por tipo de fondo, considerando las particularidades de las distintas bases de datos utilizadas.
- 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 promedio simple entre el percentil 75 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 2020 y 2021. En el caso de los activos alternativos se utiliza el percentil 90 con los datos de los años 2019 y 2021.



## A. CONTENIDO DE LA NORMATIVA FINAL

### Texto propuesto (cambios destacados en color rojo con negrita)

#### CAPÍTULO I. DEFINICIONES

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 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 expenses, partnership expenses, etc.; y la suma del valor de la inversión (invested capital) y el remanente de los aportes de capital comprometidos (committed capital). **Por valor de la inversión (invested capital) se entiende las inversiones valorizadas (mantenidas en la cartera de inversión) más las inversiones distribuidas y no rellamables. Opcionalmente, se podrá emplear el "ending NAV - net of incentive allocation" de los informes del Institutional Limited Partner Association (ILPA) en lugar del valor de la inversión (invested capital).**

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)

<b>Tipo Activo</b>	<b>Zona Geográfica</b>	<b>Estilo/Tipo Empresa</b>	<b>Comisión Máxima</b>
Accionario	Desarrollada, Emergente y Global	Índice	<b>0,520,36%</b>
	Desarrollada y Global	Otros	<b>1,101,00%</b>
	Emergente	Otros	<b>1,381,25%</b>
Bonos	Desarrollada	Índice	<b>0,260,20%</b>
		Alto Rendimiento	<b>0,960,84%</b>
		Otros	<b>0,750,67%</b>
	Emergente		<b>1,000,94%</b>
	Global		<b>0,880,78%</b>
Balanceado			<b>0,980,86%</b>
Liquidez			<b>0,430,29%</b>

## 2. Títulos Representativos de Índices Financieros

Tipo Activo	Zona Geográfica	Estilo/Tipo Empresa	Comisión Máxima
Accionario	Desarrollada y Global		<b>0,610,57%</b>
	Emergente		<b>0,750,70%</b>
Bonos	Desarrollada y Global	Otros	<b>0,370,33%</b>
	Emergente		<b>0,530,50%</b>
	Desarrollada y Global	High Yield	<b>0,530,50%</b>

## 3. Activos Alternativos

Tipo de Inversión	Comisión Máxima
Capital Privado (incluye coinversión)	<b>2,182,08%</b>
Deuda Privada (incluye coinversión)	<b>2,112,06%</b>
Fondo de Fondos Capital Privado	<b>3,423,70%</b>
Fondo de Fondos Deuda Privada	<b>3,353,68%</b>
Fondos de Inversión Nacionales Inmobiliarios y de Infraestructura	<b>2,042,03%</b>
Título representativo de oro	<b>0,510,63%</b>

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 Para** 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<sup>7</sup> 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 a los~~ de fondos de inversión nacional que inviertan en vehículos de capital y deuda privada extranjera se les aplicará las comisiones respectivas para activos alternativos.

Sin perjuicio de lo señalado anteriormente, en el caso de inversión en activos alternativos, se distinguen los siguientes tipos: capital privado, deuda privada, fondos de fondos de capital privado, fondos de fondos de deuda privada, fondos de inversión nacionales inmobiliarios y de infraestructura, y títulos representativos de oro.

#### **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

- a) 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 período, 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 período 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.

- b) Tratándose de vehículos de capital y deuda privada, en el cálculo de la comisión efectiva, se podrán amortizar gastos ya efectuados y amortizar anticipadamente gastos futuros, que, dada su naturaleza, corresponda distribuir en más de un período, entendiéndose por gastos aquellos relacionados a la estructuración o inversiones del vehículo.

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.

En el caso del cobro de una comisión adicional por el período transcurrido desde el primer cierre hasta la fecha de la suscripción efectiva, esta comisión podrá contener el pago de gastos en que el vehículo haya incurrido con anterioridad a la suscripción, con el aporte de otros Limited Partner, y que generarían un beneficio futuro para aquellos inversionistas que ingresan en fecha posterior al primer cierre.

Respecto a lo anterior, la Administradora deberá enviar a la Superintendencia de Pensiones<sup>7</sup> las comisiones pagadas respecto de cada período por los cuales los Fondos de Pensiones deben pagar comisión de administración, respaldada en una comunicación suscrita por un representante legal del "General Partner" (GP), con el desglose de gastos y comisiones cobradas, en formato tipo ILPA.

Asimismo, la Administradora deberá estimar de manera retroactiva<sup>7</sup> la TER correspondiente a cada periodo reportado en el informe del párrafo anterior y comparar dicha TER con la establecida al momento de suscribir el contrato. De presentar excesos, estos deberán contabilizarse el mismo día y proceder con la devolución a los Fondos de Pensiones el día hábil siguiente a su contabilización.

Sin embargo, no estarán comprendidos dentro de la comisión por administración<sup>7</sup> ningún gasto o comisión que corresponda a multas en beneficio del gestor por entrar a un cierre posterior, los cuales serán de cargo de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Para el caso de los vehículos de capital y deuda privada, la comisión máxima aplicable será la vigente al momento de suscribir el compromiso de aporte en el vehículo extranjero. Para los compromisos de aportes suscritos hasta el 30 de junio de 2019, la comisión máxima aplicable quedará sujeta a los valores vigentes para el periodo comprendido entre el 1° de julio de 2019 y el 30 de junio de 2020.

La inversión en activos alternativos extranjeros de infraestructura e inmobiliarios empleará la comisión máxima de capital privado o deuda privada extranjera, según corresponda.

Asimismo, para el caso de los fondos de inversión nacional que inviertan en vehículos de capital y deuda privada extranjera, la frecuencia de medición de las comisiones máximas será con la misma periodicidad aplicada para los vehículos extranjeros de activos alternativos.

## 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 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 del 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 otro lado, 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.

Finalmente, para fondos de inversión nacionales con subyacentes de activos alternativos autorizados para los Fondos de Pensiones, la comisión máxima será la vigente al momento de suscribir el contrato de promesa y suscripción de pago de cuotas del fondo de inversión nacional.

Los fondos de inversión que invierten en deuda privada nacional emplearán la comisión máxima establecida para la categoría de deuda privada extranjera.

### 3. Gastos por inversión en cuotas de otros fondos

Si al momento de determinar la comisión efectiva diaria<sup>7</sup> la sociedad administradora del fondo<sup>7</sup> 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<sup>7</sup> 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.

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

### **V.1 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. Anual 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:  $(CE_i - CMax_i) < 0 \Rightarrow \Delta COM_{i,t} = 0$

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

**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 aproximada **aos** 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<sub>t</sub> : 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.

## V.2 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, títulos representativos de índices financieros y títulos representativos de oro, 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 **el** caso que esa fecha sea festivo o feriado, con el total de fondos que se hayan mantenido en cartera en el trimestre calendario previo.
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

#### Cuadro N° 1

Fondos de fijación de comisiones	objetos de	Base de datos	Tipo fondo	Clase Serie	Domicilio fondos	Período
Fondos nacionales y extranjeros	mutuos y	Morningstar Direct: United States Mutual Funds		Institucional	EE.UU.	A mayo 2021 <del>0</del>
Fondos de inversión nacionales y extranjeros inmobiliarios e infraestructura	y e	Morningstar Direct: United States Mutual Funds.	real <b>infrastructure</b>	estate <del>7</del> Institucional y retail	EE.UU.	A mayo 2021 <del>0</del>
Títulos representativos de índices financieros	de	Morningstar Direct: <b>Global United States</b> Exchange Traded Funds.		(*)	EE.UU., <del>Francia,</del> <del>Finlandia,</del> <del>Alemania,</del> <del>Irlanda,</del> <del>Luxemburgo,</del> <del>Japón,</del> <del>Noruega,</del> <del>España,</del> <del>Suecia,</del> <del>y Suiza</del>	A mayo 2021 <del>0</del>

Fondos de activos alternativos	20 <b>2018</b>	Preqin Private Fund Advisor.	Capital Privado Deuda Privada Fondo de Fondos Capital Privado Fondo de Fondos Deuda Privada	(*)	20 <b>2018</b>
Títulos representativos de oro	<b>Bloomberg Morningstar Direct: Global Exchange Traded Funds.</b>		ETF de oro físico y futuros <del>no intensivos en apalancamiento</del>	<b>EE.UU, China, Suiza, e Irlanda</b>	A mayo 20 <b>2018</b>

(\*) Tienen clase única.

## 2 Depuración de las bases de datos

### 2.1 Ajustes generales

- Se eliminaron todos los fondos cuya comisión fuese igual a cero o fuese negativa.
- 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 20**2019**.
- 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 **25.75924.872** 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 2021~~0~~, se obtuvo una base de **5-5035.282** fondos mutuos institucionales distintos a "real estate" y una con **521415** fondos de inversión inmobiliarios **e-infraestructura** (fondos mutuos tipo real estate **e-infrastructure**).

#### 2.2.2 Títulos representativos de índices financieros

A partir de un total de **15-8632.574** Títulos representativos de índices financieros provenientes de la base "**United States Global**—Exchange Traded Funds" de Morningstar, se realizaron similares ajustes del numeral 2.1), obteniéndose **2-1651.738** Títulos representativos de índices financieros ~~de jurisdicciones de países desarrollados~~. Su clasificación se realizó de acuerdo a las categorías de Morningstar.

#### 2.2.3 Fondos de inversión mobiliarios

Se les hace extensiva la malla de comisiones de fondos mutuos.

#### 2.2.4 Activos Alternativos

Para el cálculo del año 2021~~0~~, se **utilizó como fuente de información el** estudio "The 20~~2018~~ Preqin Private Capital Fund Terms Advisor" de la firma Preqin Ltd., que contiene información respecto del costo incurrido por **1-2931.579** "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 201~~31~~, en etapa closed, excluyéndose los vehículos asociados a estrategias de commodities y hedge funds. De lo anterior se obtuvo una base de **192260** vehículos. Para cada uno de ellos se consideró el promedio simple del costo porcentual que presentaron en cada año informado.

En el caso de los títulos representativos de oro, se utilizó como fuente ETFs de oro, tanto físico como de futuros, provenientes de **Bloomberg**-la base "**Global Exchange Traded Funds**" de **Morningstar**, siendo considerada información de **828** de tales instrumentos.



**Cuadro N° 2**

## Número de Fondos por Categoría

Instrumento	Categoría de Fondo	N° Fondos Final	
		202019	20210
Fondo Mutuo	Accionario Índice	<del>238157</del>	<del>157244</del>
	Accionario Desarrollado y Global Otros	<del>2.6052.361</del>	<del>2.3612.481</del>
	Accionario Emergente	<del>275248</del>	<del>248262</del>
	Bonos Índice	<del>4121</del>	<del>2157</del>
	Bonos Desarrollado y Global Alto Rendimiento	<del>307294</del>	<del>294309</del>
	Bonos Desarrollado Otros	<del>1.2141.163</del>	<del>1.1631.269</del>
	Bonos Emergente	<del>10087</del>	<del>8797</del>
	Bonos Global	<del>4948</del>	48
	Balanceado	<del>325930</del>	<del>930311</del>
	Liquidez	<del>198194</del>	<del>194204</del>
	<b>TOTAL</b>	<b><del>5.3525.503</del></b>	<b><del>5.5035.282</del></b>
Títulos representativos de índices financieros	Accionario Desarrollado y Global	<del>1.3271.446</del>	<del>1.4461.171</del>
	Accionario Emergente	<del>306230</del>	<del>230168</del>
	Bonos y de Liquidez Desarrollado y Global	<del>392378</del>	<del>378309</del>
	Bonos alto rendimiento Desarrollado y Global y <del>b</del> Bonos Emergentes	<del>123111</del>	<del>11190</del>
	<b>TOTAL</b>	<b><del>2.1482.165</del></b>	<b><del>2.1651.738</del></b>
Fondos de			

Inversión inmobiliarios infraestructura	Inmobiliario, Infraestructura	<b>451521</b>	<b>521415</b>
Capital Privado	Capital Privado	<b>166</b>	<b>179</b>
	Deuda Privada	<b>29</b>	<b>47</b>
	Fondos de Fondos (*)	<b>32</b>	<b>34</b>
	Títulos representativos de oro	<b>8</b>	<b>28</b>
	<b>TOTAL</b>	<b>227235</b>	<b>288</b>

(\*) 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 más las correspondientes comisiones de las categorías de fondos subyacentes.

#### 4 Estadígrafo utilizado

Para la determinación de las comisiones máximas se calculó el percentil **9075** 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 2020 y 2021**, y luego se obtuvo el promedio simple entre los 2 valores de cada categoría. Respecto de los activos alternativos señalados en la letra n) del numeral II.1 del Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, se utilizó ~~los-el~~ percentiles **90** con datos de los años ~~2018~~**2019<sup>8</sup>** y ~~2021~~**19**. **Para el caso** de los fondos de inversión nacionales Inmobiliarios y de Infraestructura, ~~que~~ se calculó con **el** percentil 90 del año ~~2020~~**19** y ~~2021~~**0**, **lo mismo para los** Títulos Representativos de Oro.

## V. ANÁLISIS DE IMPACTO DE LA NORMATIVA FINAL

El análisis realizado a la normativa final está centrado principalmente en los efectos en la industria de fondos mutuos y fondos de inversión locales.

La normativa contempla un cambio en el estadígrafo utilizado, que corresponde al percentil 75 de las TER de cada categoría de fondos para las dos series de tiempo utilizadas (antes percentil 90 para una serie y 75 para la otra), las que posteriormente son promediadas, a excepción de los fondos de activos alternativos, fondos inmobiliarios y de infraestructura y títulos representativos de oro que sigue utilizando el percentil 90 de las TER para las dos series de tiempo consideradas en el cálculo. Como consecuencia de lo anterior, se observó una disminución en la mayoría de las categorías de fondos.

La comisión de 4 de los 102 fondos de inversión locales en que mantienen inversión los fondos de pensiones sobrepasarían el nuevo límite, sin embargo, 2 de estos también se encuentran por sobre del límite actual. Es importante mencionar que luego de una revisión de las carteras de los fondos de capital privado, uno de éstos se trataría de un fondo de fondos de capital privado y que tiene un límite mayor, por lo que no estaría fuera del umbral máximo. En 3 de los 4 fondos de inversión, los fondos de pensiones tienen una participación cercana o superior al 50%.

Por su parte, la comisión de 1 de los 13 fondos mutuos donde mantienen inversiones los fondos de pensiones está por sobre del límite nuevo, pero no del límite vigente. Cabe indicar que la participación de los fondos de pensiones en dicho fondo mutuo es equivalente al 4% del total de activos del fondo.

En consecuencia, la referida reducción del límite de comisiones máximas estaría reduciendo el abanico de posibilidades de invertir en otros fondos locales que actualmente no tienen dentro de sus partícipes o aportantes a fondos de pensiones, en caso de que la variable de interés dentro del proceso de inversión que llevan a cabo los fondos de pensiones utilice como factor relevante el mencionado límite. Por el contrario, la aplicación de un límite menor podría generar ciertos incentivos a ajustar la estructura de costos de administración a productos con estructuras de comisión menos costosas por parte de los fondos locales y que, por ende, beneficie directamente a los inversionistas e indirectamente a los pensionados.

---

<sup>8</sup> El año 2020 se extendió la vigencia para las comisiones máximas para activos alternativos de capital privado, deuda privada y fondos de fondos.



---

COMISIÓN  
PARA EL MERCADO  
FINANCIERO