EL ARTE DE MEDIR BIEN: EL ROL DEL BENCHMARK EN LA NUEVA ARQUITECTURA PREVISIONAL

Cuando se discuten reformas al sistema de pensiones, solemos enfocarnos en los niveles de cotización, la edad de jubilación o la administración de los fondos. Pero hay una variable silenciosa que puede tener tanto o más impacto que las anteriores: el benchmark. En pocas palabras, el benchmark es la regla con la que medimos el desempeño de un portafolio. Y como toda regla, puede guiar, condicionar o distorsionar la conducta de quien es evaluado bajo su criterio.
En el nuevo sistema previsional chileno, que reemplaza los multifondos por fondos generacionales y otorga un rol clave al Consejo Técnico de Inversiones (CTI) para definir los benchmarks de cada fondo, el diseño de esta "regla" será determinante para alinear los incentivos, gestionar el riesgo y, finalmente, maximizar el valor para los afiliados.

Por Alexandra Budge, CFA

Lo primero que debemos entender es que el benchmark no puede ser una referencia parcial. Debe representar a la cartera en su conjunto. No se trata de comparar el 60% de renta variable con el MSCI ACWI y el resto con un índice de bonos, sino de construir un benchmark estratégico que refleje la política de inversión objetivo del fondo: su mix estructural de activos, incluyendo tanto los líquidos como los alternativos.

Este benchmark estratégico no solo permite evaluar el desempeño real del gestor, sino que también define el riesgo que está autorizado a asumir, delimita el espacio para generar alfa y previene incentivos erróneos, como sobrecargar activos que no están en el benchmark solo para "ganarle".

Además, un benchmark bien definido permite que la discusión sobre desempeño sea técnica y no ideológica. Un gestor que sobrepasa sistemáticamente su benchmark bien construido demuestra habilidad. Uno que no lo logra, pero que se mantiene cerca, al menos está cumpliendo su mandato estratégico. En cambio, sin benchmark o con uno mal diseñado, se desdibuja la línea entre gestión activa y especulación.

¿Y Qué Hacemos con los Activos Alternativos?

Con la apertura gradual del régimen de inversión a activos como private equity, deuda privada, infraestructura o real estate, la pregunta inevitable es cómo incluirlos en el benchmark sin distorsionar la evaluación.

Aquí no hay una única receta, pero sí algunas buenas prácticas. Por ejemplo:

- Evitar ventanas de evaluación demasiado cortas. Un periodo de 36 meses, como se ha propuesto en el nuevo régimen, puede ser insuficiente para evaluar un programa de alternativos recién iniciado, donde la curva J penaliza los retornos iniciales.

- Reconocer que muchas veces no hay equivalentes públicos comparables. En esos casos, se puede usar un benchmark absoluto (como CPI + 4%) o un índice público ajustado con un spread razonable. La clave está en que el benchmark refleje el riesgo asumido, no solo el retorno observado.

- Tener cuidado con los niveles de volatilidad. Comparar private equity con MSCI ACWI puede ser injusto si se evalúa solo por tracking error, dado que los retornos privados son naturalmente más estables por su forma de valuación. Esta menor volatilidad contable no debe confundirse con menor riesgo económico.

- Medir sobre horizontes más largos y de forma agregada. La evaluación de activos alternativos requiere una mirada a nivel de portafolio y en ventanas plurianuales. Las decisiones de inversión en fondos privados se materializan en ciclos de 7 a 10 años, por lo que es clave que el benchmark esté alineado con ese horizonte.

Un estudio reciente de Augustin, Binfarè y Fermand (2025) sobre fondos de pensiones en EE. UU. es particularmente relevante: muestra que los benchmarks explican más del 50% de la percepción de

© 2025 CFA Institute. Todos los derechos reservados. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no representan necesariamente la posición de CFA Institute y CFA Society Chile.

desempeño, y que muchas veces se ajustan después de malos resultados para facilitar el cumplimiento futuro. Además, el estudio evidencia que los cambios de benchmark están fuertemente correlacionados con cambios de consultores, lo que sugiere dinámicas de incentivos poco transparentes.

Entre las conclusiones que se pueden obtener para el caso chileno, destacan:

- La necesidad de alinear el benchmark con la estrategia real del portafolio, y evitar referencias genéricas que no representen la asignación geográfica ni el tipo de fondos (VC vs. buyout, por ejemplo).

- El riesgo de manipulación cuando no hay una gobernanza clara: incluso con buenos marcos institucionales, los consultores siguen siendo quienes proponen la mayoría de los cambios.

- La superioridad, en el largo plazo, de benchmarks específicos del mercado privado (como Cambridge o Burgiss) frente a proxies públicos con spread.

Esto refuerza la urgencia de que el CTI establezca benchmarks claros, auditables, definidos ex-ante y supervisados con gobernanza técnica. De lo contrario, se abre la puerta al arbitraje de benchmark, que premia la forma pero no el fondo.

Lecciones de Afuera

No estamos solos en esta discusión. Canadá, Países Bajos, Australia y otros sistemas avanzados han definido benchmarks que incluyen explícitamente componentes alternativos. En estos casos, el benchmark no es un espejo del mercado, sino una expresión del portafolio óptimo de largo plazo, con el cual el gestor se compromete.

Por ejemplo, el Ontario Teachers' Pension Plan (OTPP) en Canadá utiliza benchmarks específicos para activos ilíquidos, ajustados por inflación y riesgo, y los combina dentro de un benchmark compuesto que refleja su estrategia estructural. En el caso del fondo holandés PME, su benchmark incluye retornos esperados para real estate e infraestructura, lo que permite evaluar la implementación sin forzar comparaciones con activos líquidos de diferente perfil.

Estas experiencias muestran que es posible diseñar benchmarks que no limiten la diversificación, pero sí exijan disciplina y transparencia. Y, sobre todo, que un buen benchmark no es una camisa de fuerza, sino una guía confiable que protege al afiliado y exige excelencia al gestor.

El Reto del CTI

Hoy el CTI tiene una oportunidad histórica: construir un sistema de benchmarks que refleje la modernización del sistema previsional. Eso implica pensar en portafolios integrados, en horizontes largos, en activos alternativos, y en una gobernanza que proteja al afiliado sin ahogar al gestor.

No será fácil. Los benchmarks deben ser técnicamente sólidos, transparentes, replicables y estables. Pero también deben ser ambiciosos. Porque si los nuevos fondos generacionales serán el pilar del sistema previsional, entonces sus benchmarks deben ser mucho más que una métrica: deben ser el reflejo de una visión de futuro.

Si Medimos Bien, Gestionamos Mejor

Un benchmark bien diseñado no solo mide. Educa, disciplina y protege. Evita la complacencia y la especulación. Incentiva la diversificación bien pensada y la búsqueda de valor a largo plazo. Y, sobre todo, alinea los intereses del gestor con los del afiliado.

En esta nueva etapa del sistema previsional chileno, definir buenos benchmarks no es un detalle técnico. Es una herramienta de gobernanza, una decisión estratégica y un compromiso con la promesa de pensiones dignas.

Porque cuando medimos bien, gestionamos mejor.