
CAPÍTULO 4

INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES

La naturaleza propia de un sistema de pensiones de contribución definida hace de la función de inversiones una actividad clave de las Administradoras de Fondos de Pensiones, ya que es ella en definitiva la responsable de asegurar que las pensiones resultantes sean razonables en vista a las contribuciones realizadas, a la inversión prudente de los ahorros y al desempeño exhibido por los mercados financieros. En este sentido, los más de 25 años de historia del sistema de pensiones muestran resultados satisfactorios en esta materia.

Estos resultados son en parte importante fruto de una historia de constante innovación y aprendizaje.

En los inicios del sistema las inversiones estuvieron restringidas a un conjunto muy acotado de instrumentos elegibles (principalmente deuda pública y privada). Posteriormente, en 1985 se autorizó la inversión en acciones de oferta pública de empresas desconcentradas, para luego permitir la inversión en acciones de emisores con propiedad concentrada. Luego, en 1990 se sumaron las cuotas de fondos de inversión y la renta fija extranjera, para en 1994 incorporar renta variable extranjera.

Si bien todas estas innovaciones se realizaron con el propósito de ampliar las oportunidades de inversión de los fondos de pensiones, en la implementación de estas influyeron múltiples consideraciones, dentro de las cuales se cuentan el escaso desarrollo del mercado de capitales a principios de los ochenta, la existencia de garantías por parte del Estado y el acelerado crecimiento experimentado por los fondos de pensiones en relación a la oferta de activos domésticos, por mencionar sólo algunas.

La exitosa gestión exhibida en la administración de las inversiones, sumada a la creciente importancia alcanzada por los fondos de pensiones en el mercado de capitales nacional y el creciente desarrollo experimentado por este último, han ido dando espacio a crecientes grados de flexibilidad en materia de regulación de inversiones. No obstante lo anterior, aun queda camino por recorrer, ya que la regulación sigue estando basada preponderantemente en límites de inversión cuantitativos.

4.1.- Diagnóstico de la Inversiones de los Fondos de Pensiones

4.1.1.- Evolución de la regulación de inversiones

La regulación de inversiones adoptada por el sistema de pensiones chileno ha estado basada desde sus inicios casi exclusivamente en límites de inversión cuantitativos, mientras que el uso de regulaciones de tipo más prudencial (e.g., regla de la persona prudente) ha sido más bien excepcional. Lo anterior obedece principalmente al bajo nivel de desarrollo que mostraba la industria de administración de fondos a principios de los ochenta, a lo que se suma la crisis financiera de la época, todo lo cual configuró un entorno poco propicio para avanzar hacia una regulación de corte más prudencial.

Consecuentemente, en una primera etapa se autorizó sólo la inversión en algunos valores de renta fija, como depósitos a plazo, letras hipotecarias, bonos de empresas e instrumentos estatales, cada uno de los cuales estaba afecto a su respectivo límite de inversión. Posteriormente, en 1985 se autorizó la inversión en acciones de empresas desconcentradas y abiertas hasta en un 30% del valor del fondo de pensiones y recién a partir de 1989 se incorporan las acciones de sociedades concentradas, para a continuación autorizar las cuotas de fondos de inversión y efectos de comercio en 1990. Ese mismo año también se autorizó la inversión en títulos extranjeros de renta fija. Todas las modificaciones mencionadas fueron siempre acompañadas de nuevos límites de inversión.

Luego, en 1994 se incorporaron como instrumentos elegibles (mediante la ley de mercado de capitales) las acciones y cuotas de fondos mutuos y de inversión extranjeros, los bonos de reconocimiento y las acciones no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR), y se autorizaron las operaciones de cobertura de riesgo financiero en los mercados internacionales y nacionales.

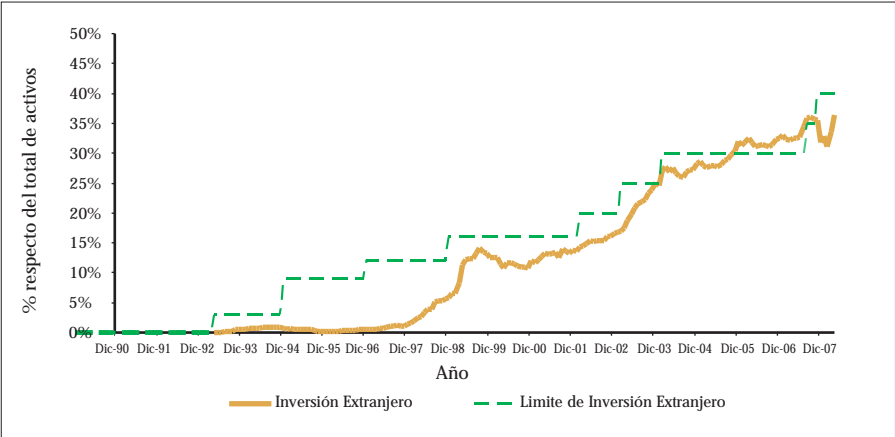
Una de las modificaciones más trascendentales durante estos años correspondió a la Ley de multifondos del año 2002, reforma que amplió a cinco el número de fondos ofrecidos por cada administradora, los cuales se diferencian en el porcentaje máximo de renta variable permitido. La motivación detrás de esta medida fue la creencia de que los individuos más jóvenes tienen una preferencia natural por carteras con un mayor componente de renta variable que los individuos más próximos a pensionarse. La definición de la regla de asignación de los individuos que no manifiestan de manera expresa el fondo de su preferencia siguió en consecuencia esta misma lógica.

La citada reforma también incrementó el límite global para inversiones en el extranjero, e incorporó nuevas alternativas de inversión, como los contratos de préstamos de instrumentos, al tiempo que estableció un límite para la exposición en moneda extranjera sin cobertura cambiaria. Otro elemento importante fue el tratamiento que se le dio a la regulación de inversiones, consistente en

replicar los límites de inversión existentes para cada uno de los cinco tipos de fondos, lo que en definitiva elevó el número de límites agregado a los que se encuentra afecta una AFP.

En lo que respecta a la evolución de las inversiones en instrumentos extranjeros y los límites de inversión aplicados a estos, en el Gráfico 4.1 se puede apreciar que desde sus inicios (Mayo 1993) y hasta Diciembre 1997 la inversión en títulos extranjeros se ubicó bastante por debajo de los límites máximos establecidos. Sin embargo, a contar de ese último año ésta se incrementó significativamente, principalmente el componente de renta variable.

Gráfico 4.1
Evolución de la inversión en el extranjero y límites de inversión



Fuente: Superintendencia de Pensiones

4.1.2.- Evolución de las carteras de inversión

Durante el periodo 1981-2007 los activos de los fondos de pensiones alcanzaron cerca del 60% del PIB de Chile, lo que en términos absolutos equivale a cerca de US\$ 100.000 millones, haciéndolos bajo cualquier estándar jugadores de tamaño respetable dentro del universo de administradores de fondos a nivel mundial; Funke y Blommestein (1998), Stulz (2007). Durante dicho periodo la composición de las carteras de inversión de los fondos de pensión ha cambiado significativamente. Como se muestra en la tabla siguiente, las AFP comenzaron a invertir en activos extranjeros después de los cambios regulatorios de 1990 y 1994, optando preferentemente por fondos mutuos internacionales, decisión que está en parte influenciada por el hecho que es el fondo de pensiones (y no la administradora) quien incurre en los costos de transacción al elegir este vehículo de inversión.

Tabla 4.1
Composición de Cartera de los Fondos de Pensiones Chilenos (%), 1983-2007

	1983	1990	1994	2000	2002	2003	2005	2007
Sector Estatal	42.1	44.1	39.7	35.7	30.0	24.7	16.5	7.8
Bonos de Gobierno	16.5	1.5	0.2	0.0	0.0	0.3	1.9	1.5
Banco Central	25.6	42.5	38.5	31.9	24.4	19.1	10.6	3.7
Otros	-	0.1	1.0	3.8	5.6	5.3	3.9	2.6
Sector Financiero	55.8	33.4	20.1	35.6	35.0	27.3	29.8	30.3
Letras Hipotecarias	42.9	16.1	13.7	14.4	11.1	8.8	5.0	3.6
Depósitos	16.2	16.3	4.8	18.7	21.2	15.0	20.8	18.4
Otros	0.7	1.0	1.6	2.5	2.7	3.5	4.0	8.3
Sector Corporativo	2.0	22.4	39.3	17.6	18.4	24.0	23.2	26.2
Acciones	-	11.3	32.1	11.1	9.0	13.5	13.9	14.5
Bonos	2.0	11.1	6.3	4.0	7.1	7.7	6.6	8.0
Otros	-	-	0.9	2.5	2.3	2.8	2.7	3.7
Sector Externo	-	-	0.9	10.9	16.4	23.8	30.4	35.6
Fondos Mutuos y Acciones	-	-	-	8.9	11.9	20.4	29.3	34.7
Otros	-	-	-	2.0	4.5	3.4	1.1	0.9
Disponibile	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total Renta Variable	-	11.3	33.1	23.1	24.2	37.9	48.0	54.7
Activos totales / PIB	5.6	22.0	38.0	50.4	55.1	59.1	57.9	64.4

Fuente: Superintendencia de Pensiones

La tabla siguiente muestra que la composición de las carteras de los distintos tipos de fondo es consistente con los objetivos del esquema de multifondos. El Fondo A, diseñado para tener activos más volátiles, efectivamente posee los mayores niveles de renta variable nacional e inversión extranjera (principalmente renta variable), mientras que el Fondo E, diseñado para ser el fondo menos volátil, posee los mayores niveles de renta fija doméstica (principalmente de largo plazo) de gobierno y también corporativa. Este resultado sin embargo es en parte importante consecuencia del régimen regulatorio. En particular, actualmente las AFP tienen un reducido rango de acción, habiendo utilizado prácticamente la totalidad de lo permitido en renta variable en los 4 fondos que pueden invertir en renta variable (80%, 60%, 40% y 20%, respectivamente), así como en inversión extranjera, en donde se aplica un límite global de 45% de la suma de las inversiones de cada administradora, previo a la Ley 20.255.

No obstante la diferencia que se aprecia entre los distintos tipos de fondo, la introducción de los multifondos no parece haber cambiado dramáticamente la base de inversión de las AFP, lo que se plasma en que el universo de activos en los que invierten es esencialmente el mismo al periodo anterior a la ley de multifondos.

La cartera de los fondos de pensiones en este periodo también ha estado influenciada por la iliquidez, alto grado de concentración y relativamente pequeño tamaño del mercado de capitales nacional. El rápido crecimiento de los fondos de pensiones debido a los aportes mensuales crean una necesidad de permanente "búsqueda de activos adicionales," poco común en otros países relativamente pequeños.

Tabla 4.2
Composición de los Fondos de Pensiones por Tipo de Fondo, Dic. 2007

	A	B	C	D	E	Total
Sector Estatal	1.93	4.88	10.30	16.99	15.84	7.84
Banco Central	0.73	2.06	4.89	9.55	3.93	3.72
Gobierno central	0.59	0.93	1.98	2.64	2.38	1.49
Bonos de Reconocimiento	0.61	1.89	3.43	4.80	9.52	2.64
Sector Financiero	19.98	28.96	33.25	42.01	55.83	30.34
Letras Hipotecarias	0.99	2.15	4.69	7.01	15.76	3.63
Depósitos	14.16	20.18	18.49	23.72	19.04	18.38
Bonos de Inst. Financieras	3.48	5.40	9.05	10.61	21.03	7.23
Acciones de Inst. Financieras	0.59	0.70	0.78	0.49	0.00	0.68
<i>Forwards</i>	0.75	0.54	0.24	0.18	0.01	0.42
Sector Corporativo	21.36	23.85	29.90	26.97	28.12	26.18
Acciones	13.90	14.73	16.22	10.38	0.00	14.51
Bonos y Efectos de Comercio	2.42	5.42	10.19	14.58	28.10	7.96
Cuotas de Fondos de Inversión	5.02	3.68	3.45	2.00	0.00	3.68
Otros	0.02	0.02	0.03	0.01	0.01	0.03
Sector Extranjero	56.67	42.24	26.46	13.91	0.16	35.57
Cuotas de Fondos Mutuos	55.80	41.59	25.93	11.69	0.00	34.76
Renta Fija	0.84	0.62	0.50	2.01	0.15	0.75
<i>Forwards</i>	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
Otros	0.03	0.04	0.03	0.21	0.01	0.05
Disponibles	0.05	0.06	0.09	0.11	0.06	0.08
Activos Totales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Activos Totales (Millones de US\$)	26,298	25,294	46,640	11,223	1,582	111,037
Total Renta Variable	75.32	60.70	46.38	24.56	0.00	53.63

Fuente: Superintendencia de Pensiones

En términos comparativos en el ámbito internacional, la composición de los fondos de pensiones chilenos presenta elementos distintivos. La elevada tenencia de depósitos a plazo es un elemento que salta a la vista, incluso después de considerar las necesidades de liquidez de los fondos y posibles expectativas de tasas de interés. En el sentido inverso, algo similar ocurre con las acciones domésticas. Asimismo, llama la atención la casi inexistente inversión en el segmento de acciones privadas (representada por los fondos de inversión) después de más de 20 años de funcionamiento del sistema. Esto último, en

atención a que esta es una clase de activo atractiva cuando es bien administrada, además del aporte que podría hacer a la innovación y desarrollo de nuevas empresas.

Tabla 4.3
Composición de los Fondos de Pensiones (%): Chile Países Seleccionados

País	Disponible y Depósitos	Bonos	Préstamos	Acciones	Otros	Total	Inv. Extranjera	Activos/ PIB
Chile (2005)	21.0	31.1	0.0	46.9	1.0	100.0	30.4	58.0
Australia (2002)	7.7	19.8	3.9	59.8	8.9	100.0	19.1	67.4
Canadá (2001)	0.4	40.7	2.9	49.6	6.4	100.0	21.4	48.2
Dinamarca (2001)	1.3	49.2	1.6	45.6	2.3	100.0	25.0	23.8
Irlanda (2001)	2.8	21.4	0.0	65.6	10.2	100.0	67.8	44.7
Holanda (2001)	1.5	34.7	8.8	49.5	5.4	100.0	65.0	105.1
España (2001)	16.0	50.9	0.6	21.0	11.5	100.0	34.3	6.8
Suiza (2000)	7.3	31.2	12.0	33.9	15.6	100.0	25.0	121.1
Reino Unido (2001)	3.2	13.9	0.0	60.9	22.1	100.0	22.9	69.2
EE.UU. (1998)	3.6	20.9	1.6	61.6	12.2	100.0	11.0	72.0

Fuente: Superintendencia de Pensiones

4.1.3.- Evaluación de la Regulación y su Impacto sobre las Inversiones

Límites cuantitativos de inversión

La lógica del uso de límites de inversión cuantitativos obedece a la necesidad de resguardar las inversiones de los fondos de pensiones de diversos factores. Por un lado se cuentan los límites que persiguen una sana administración de las inversiones. En este grupo se cuentan los límites máximos por instrumento, grupo de instrumento y emisor que apuntan a garantizar, ya sea un grado de diversificación mínima, o la diferenciación de los distintos tipos de fondos, de acuerdo al esquema multifondos, así como también aquellos dirigidos a limitar la inversión en títulos ilíquidos, sin historia, con una baja clasificación de riesgo, o en empresas con una elevada concentración de la propiedad. Por otro lado, existen límites de inversión destinados a evitar el surgimiento de potenciales conflictos de interés (e.g., límites con emisores relacionados) o la posibilidad que los fondos de pensiones adquieran el rol de controlador en una empresa. En la evaluación que se realiza a continuación el enfoque está dirigido preponderantemente a los límites de inversión que persiguen salvaguardar la sana administración de las inversiones.

Una de las características más distintivas de la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones en Chile está dada por el hecho que la inmensa mayoría de los límites de inversión se encuentran establecidos directamente en la ley, lo que evidentemente restringe la agilidad y flexibilidad con la que

debería reaccionar la regulación en un área tan dinámica como es el de las inversiones.⁷⁴

Adicionalmente, el uso casi exclusivo de límites cuantitativos de inversión como herramienta de regulación puede no capturar todos los riesgos relevantes en forma adecuada. Más aún, esta forma de regulación tiene costos en diversificación, que se reflejan en el hecho que para el mismo nivel de volatilidad (o valor-en-riesgo, o tracking-error del fondo de pensiones, respecto a una cartera de referencia relevante) sería posible alcanzar retornos esperados superiores a los actuales. Sobre este punto, Berstein y Chumacero (2006) muestran que las pérdidas en retorno esperado, previo a la implementación del multifondo, podrían haber bordeado el 10% del valor de los fondos administrados para un afiliado promedio, lo que evidentemente es señal del alto costo que puede involucrar este tipo de regulaciones.

Por otra parte, se cuenta el hecho de que el riesgo a que están sujetas las inversiones de los fondos de pensiones (sea cual sea la forma utilizada para medirlo en tanto sea relevante para efecto de los fines del sistema) es desconocido para los afiliados, las administradoras y el ente supervisor.⁷⁵ En consecuencia, la adopción de una regulación basada en riesgo para el caso de las inversiones permitiría a todos los involucrados no solo adoptar decisiones sobre la base de las variables realmente relevantes, sino que también permitiría mejoras en la combinación de riesgo y retorno en las inversiones y en definitiva, de las pensiones a recibir.

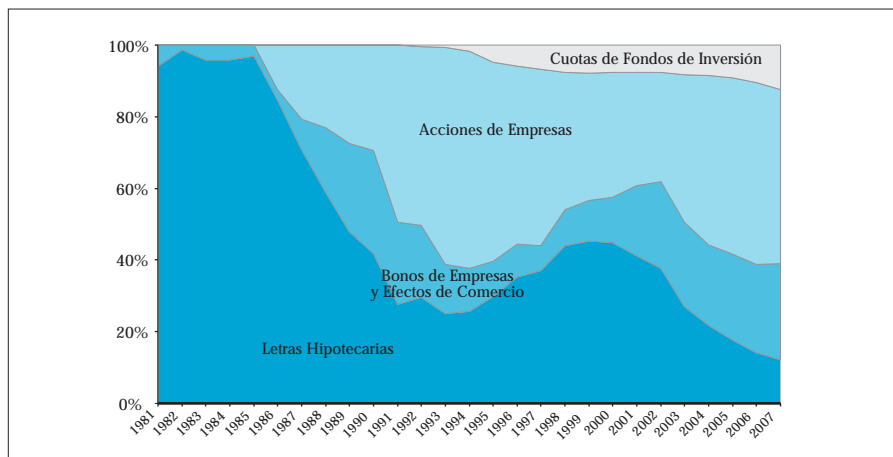
El uso de límites de inversión cuantitativos también puede favorecer una competencia menos intensa entre las administradoras. Esto ya que incide directamente en la asignación de activos que estas realizan y la evidencia casual sugiere que ésta ha estado guiada en buena medida por la estructura de límites de inversión. En particular, en el siguiente Gráfico 4.2 se puede apreciar que la diversificación de las inversiones obedece en gran medida a los cambios regulatorios.

⁷⁴ Para un ejemplo, véase los artículos 45 y 47 del D.L. N° 3.500, de 1980, previos a la reciente reforma de pensiones.

⁷⁵ Cabe señalar que las AFP vigilan de cerca la volatilidad relativa (o “tracking error”) de sus posiciones en relación con las del sistema. Sin embargo, esta práctica se encarga de salvaguardar solo una parte del riesgo relevante para el conjunto de afiliados, mientras que la medición de las fluctuaciones a que está expuesta la futura pensión es actualmente un área no abordada por las AFP.

Gráfico 4.2

Evolución de la inversión de los fondos de pensiones en títulos que financian el sector productivo nacional



Fuente: Superintendencia de Pensiones

Específicamente, en lo que respecta a inversiones en títulos que financian el sector productivo nacional se aprecia que, entre los años 1981 y 1985, prácticamente la totalidad de los fondos administrados se encontraba invertido en letras hipotecarias. Luego, a partir de 1986 se observa una diversificación de las inversiones dando paso a bonos corporativos y las acciones de empresas. Por su parte, en el año 1991 se incorporan las cuotas de fondos de inversión nacionales y se aprecia un incremento significativo de la inversión en acciones, mientras que en los últimos años se aprecia una mayor inversión en acciones, seguida por la inversión en letras hipotecarias y bonos de empresas, y más atrás, la inversión en cuotas de fondos de inversión nacionales.

El uso de límites de inversión también da cabida a ciertas inconsistencias. Una de ellas es la distinción que la regulación hace entre la deuda de corto y largo plazo, estableciendo mayor holgura para la última. Si bien es posible que (dependiendo del referente libre de riesgo que se defina) la renta variable de largo plazo presente un menor riesgo de reinversión desde el punto de vista de un inversionista de largo plazo, no es claro que este siempre sea el caso. Otro caso emblemático es el de las diferencias entre los emisores nacionales y extranjeros, que pueden ser eventualmente de menor riesgo crediticio, lo que no es reconocido por la normativa.

Otro elemento distintivo de la regulación vía límites de inversión está dado por los numerosos límites de inversión que previo a la reforma eran inactivos o presentaban holguras sustanciales.

Inversión en el extranjero

Una de las regulaciones que requiere de una mención especial es aquella relativa a las inversiones de los fondos de pensiones en emisores extranjeros, que como señalamos anteriormente, se autorizó a principios de los noventa y comenzó a ser relevante hacia fines de la misma década.

La autorización de las inversiones en emisores extranjeros ha sido sin duda un tema controvertido en todos los países que han emulado el modelo de pensiones chileno. En el caso de Chile, ésta estuvo rodeada de diversas consideraciones. En primer lugar se cuenta la posibilidad de aprovechar los beneficios de la diversificación, lo que para el caso de Chile es un tema de especial relevancia. Esto por cuanto las pensiones representan la principal fuente de ingresos para la inmensa mayoría de los pensionados [Casen (2006)], lo que hace aún más importante contar con alternativas que permitan reducir el riesgo ocasionado por episodios recesivos que tienen la característica de ser locales o regionales.

En el caso anterior también se cuenta la posibilidad que tendrían los fondos de pensiones de acceder a valores en sectores industriales que no están presentes en el mercado nacional, lo que además permite a los afiliados del sistema disminuir la pérdida en bienestar que les provoca la imposibilidad de lograr una mejor asignación de los riesgos en la economía.⁷⁶ En esta misma línea de argumentación podría mencionarse el acceso a instrumentos financieros inexistentes en el mercado doméstico, como bonos de mayor madurez, que pueden permitir a los fondos de pensiones cubrir las fluctuaciones en las futuras rentas vitalicias, que por definición pueden ser asimiladas a una cartera de instrumentos de renta fija. Otro posible beneficio sería la potencial cobertura natural que se podría lograr al invertir en monedas que tienden a apreciarse frente a la ocurrencia de eventos recesivos en la región de Latinoamérica. Asimismo, la diversificación internacional permite cubrir las inversiones de factores propios del mercado local, como son las catástrofes naturales y los ciclos económicos.

Hacia fines de 2005 este límite de inversión se encontraba prácticamente sin holgura. Al respecto, uno de los argumentos en favor de su incremento correspondía al hecho que la contribución a la volatilidad de las carteras de los fondos de pensiones ha sido mínima, en tanto que la contribución al retorno promedio de la cartera ha sido sustancial.⁷⁷ Adicionalmente, Ibbotson y Kaplan (2000) encuentran que cerca del 90% del retorno en la administración de un

⁷⁶ Nótese que el argumento requiere que los individuos se encuentren restringidos de acceder a mercados de valores extranjeros en todo ámbito. Si bien una restricción como esa está ausente en el caso de Chile, la baja participación de los individuos en los mercados de valores es un hecho bien documentado que permite hacer el punto de igual forma.

⁷⁷ Utilizando información desde Enero 1998 a Junio 2004 es posible mostrar que la contribución a la volatilidad de la cartera ha sido del orden de 0,01% anual (comparado con un valor inicial de 1,56% que resulta de la inversión solo en activos domésticos), mientras que la contribución al retorno promedio anual ha sido de 0,07% (comparado con un valor de 6,66% que resulta de la inversión sólo en activos domésticos).

fondo proviene de las decisiones de asignación entre clases de activo, lo que apunta en la dirección de evitar imponer restricciones que pudieran restringir estas decisiones.

Un elemento adicional al de la diversificación tiene que ver con la posibilidad que obtienen los fondos de pensiones de acceder a mercados más líquidos y profundos.

En este sentido, se debe analizar la relación entre el crecimiento de fondos de pensiones y la oferta de instrumentos domésticos. En este sentido, respecto a la oferta de instrumentos domésticos, la siguiente tabla muestra que los fondos de pensiones tienen una participación sustancial en el mercado de renta fija nacional -casi la mitad del mercado de bonos corporativos, hipotecarios, de gobierno y un tercio de los depósitos. El único mercado doméstico de los principales en donde los fondos aparecen sub-representados es el mercado accionario -menos del 10% del mercado. Esta relativamente baja inversión puede sin embargo estar motivada por la estructura del mercado local, con compañías altamente concentradas, lo que también podría estar detrás de la tenue incursión de las AFP en el mercado de fondos de inversión y acciones privadas.

Tabla 4.4
Activos Financieros (% PIB) y Oferta de Títulos (%), 1995-2006

Año	Capitalización de Mercado (% PIB)	AFP (%)	Bonos Corporativos (% PIB)	AFP (%)	Letras Hipotecarias (% PIB)	AFP (%)	Bonos Públicos (% PIB)	AFP (%)	Depósitos (% PIB)	AFP (%)
1995	102.2	10.7	3.4	55.3	10.3	60.3	27.3	49.9	23.2	8.3
1996	89.5	10.9	3.1	55.5	12.1	60.3	28.7	50.6	26.7	5.9
1997	90.9	10.0	2.4	53.2	13.4	54.3	30.3	46.9	29.8	14.0
1998	67.1	8.9	2.9	51.9	13.5	53.9	27.6	54.9	33.2	16.6
1999	97.1	6.3	3.7	51.0	14.3	58.8	29.1	52.4	36.6	21.7
2000	85.2	6.9	5.1	39.8	14.1	58.8	27.5	58.8	35.7	26.6
2001	85.3	6.6	9.3	35.4	14.6	54.7	28.1	57.0	34.6	27.0
2002	73.7	7.4	11.5	34.3	13.0	55.2	26.8	50.0	34.3	34.1
2003	100.2	8.4	11.4	38.9	12.3	48.3	20.1	56.2	30.1	29.0
2004	111.6	7.7	10.3	39.4	10.1	45.1	15.4	52.7	32.8	34.9
2005	105.6	7.6	9.5	42.9	8.4	50.5	14.5	55.5	35.4	34.5
2006	119.6	8.2	10.4	45.9	6.2	85.6	9.7	60.5	37.0	28.8

Fuente: Superintendencia de Pensiones y Banco Central de Chile

Adicionalmente, si se proyecta el crecimiento de la oferta anual promedio de la oferta de títulos domésticos utilizando el promedio de crecimiento de los últimos años (3%), utilizando las proyecciones de Zurita (2005), se tiene que al año 2020 el porcentaje que representarían los fondos de pensiones de la oferta doméstica de títulos se incrementaría desde 37% a cerca del 64%. Con todo, estos resultados sugieren que la demanda de parte de los inversionistas

institucionales podría a la larga generar presiones sobre los precios de los activos domésticos, lo que obviamente afectaría de manera negativa las futuras pensiones.

Un tercer elemento a destacar tiene que ver con que la actual regulación establece un límite global para la inversión extranjera. Este hecho, combinado a la entrada en vigencia del esquema de multifondos, ha resultado en una suerte de conflicto de interés al interior de las administradoras. Esto, por cuanto los encargados de administrar los distintos tipos de fondo se ven enfrentados al problema de asignar el monto disponible de inversión extranjera entre los distintos tipos de fondo que administra la AFP. Previo a la reforma el conflicto se había resuelto a favor de los fondos tipo A y B, los que exhibían inversiones en el extranjero superiores al 40% de la cartera, mientras que los fondos tipo C, D y E exhibían porcentajes de entre 25% y 2%, respectivamente.

Instrumentos elegibles

En cuanto a la disponibilidad de alternativas de inversión para los fondos de pensiones, si bien en la actualidad existen diversos activos financieros, tanto de renta fija como de renta variable, en los que pueden ser invertidos los recursos de los Fondos, previo a la reforma existían diversos instrumentos que no estaban autorizados por Ley para ser adquiridos, los que eventualmente podrían aportar mayor diversificación y/o mayor retorno a la cartera de inversiones de los Fondos de Pensiones. En este sentido, se prohibía por Ley la inversión en títulos de renta fija bajo grado de inversión, es decir, los recursos de los Fondos sólo pueden ser invertidos en instrumentos clasificados en categorías de riesgo igual o superior a N-3 y BBB, para instrumentos de corto y largo plazo, respectivamente. Lo anterior se aplicaba tanto para títulos de deuda nacionales como extranjeros.

Al respecto, a pesar de existir la posibilidad de invertir en distintas categorías de riesgo, las inversiones de los Fondos se concentraba en los instrumentos de más bajo riesgo (Tabla N° 2 siguiente), observándose una escasa exposición de los Fondos en títulos más riesgosos incluso en el Fondo tipo A, el cual por definición debería concentrarse en instrumentos de mayor riesgo. Esta situación podría explicarse por la limitación que se habrían auto impuesto las Administradoras de excluir de las carteras de inversión de los Fondos instrumentos con clasificación en el margen (N-3 y BBB), debido a que una eventual caída de clasificación se traduce en que en su cartera existirían instrumentos no aprobados.

Tabla 4.5
Inversión de los fondos de pensiones por categoría de riesgo
Cifras en % respecto al total de activos a junio de 2004

		AAA-AA y N1	A y N2	BBB y N3	Estatales
Fondo Tipo A	Total	16,97%	0,49%	0,10%	5,40%
	Nacional	16,45%	0,49%	0,05%	5,40%
	Extrajero	0,52%	-	0,05%	-
Fondo Tipo B	Total	29,48%	1,99%	0,16%	14,50%
	Nacional	28,15%	1,96%	0,09%	14,50%
	Extrajero	1,32%	0,03%	0,07%	-
Fondo Tipo C	Total	35,64%	3,37%	0,25%	20,98%
	Nacional	32,50%	3,30%	0,08%	20,98%
	Extrajero	3,14%	0,07%	0,17%	-
Fondo Tipo D	Total	42,12%	4,15%	0,51%	32,24%
	Nacional	37,44%	3,71%	0,16%	32,24%
	Extrajero	4,68%	0,44%	0,35%	-
Fondo Tipo E	Total	44,43%	5,66%	1,21%	47,52%
	Nacional	36,13%	5,29%	0,54%	47,52%
	Extrajero	8,30%	0,38%	0,67%	-

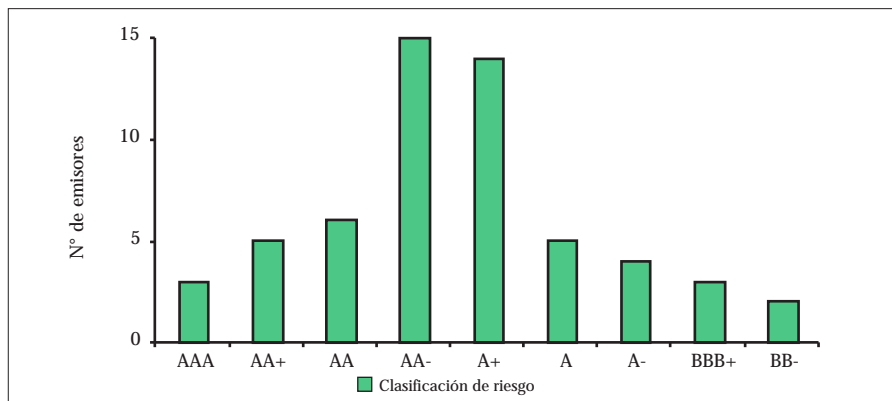
Fuente: Superintendencia de Pensiones

En todo caso, se aprecia que los bonos emitidos por empresas locales se encuentran clasificados principalmente en las categorías de bajo riesgo, principalmente AA y A (Gráfico N° 4). Una de las razones que podría explicar esta situación sería que las pequeñas y medianas empresas tienen poco interés en emitir instrumentos debido a que una baja clasificación limitaría las posibilidades de obtener financiamiento de los inversionistas institucionales como son los fondos de pensiones, dadas las restricciones existentes.⁷⁸ Tal situación difiere con el caso extranjero, para el cual un alto porcentaje de la deuda corporativa se encuentra clasificada en categoría A y BBB (Anexo N° 7).

⁷⁸ Cifuentes et al. (2002).

Gráfico N° 4.3

Clasificación de deuda corporativa chilena número de emisores bonos y línea de bonos julio de 2004



Fuente: Feller-Rate

En otro aspecto, la ley limita el uso de instrumentos derivados para los fondos de pensiones sólo con objetivo de cobertura de riesgo financiero, prohibiéndose el uso de éstos como instrumentos de inversión. Incluso respecto a cobertura sólo se permitía cubrir el riesgo de tasa y moneda. El objetivo era aislar a los Fondos de los riesgos que tales transacciones podrían implicar para las inversiones. Sin embargo, esta prohibición significa costos en términos de eficiencia, ya que la posibilidad de invertir en activos como por ejemplos índices financieros queda limitada al uso de vehículos de inversión como los fondos mutuos, los que normalmente son más costosos que el uso de derivados.

Inversión indirecta

Con anterioridad a la reforma la regulación de inversiones no se hacía cargo de la inversión indirecta ocasionada al invertir, por ejemplo, en fondos mutuos o fondos de inversión. En el pasado, esto ocasionó la creación de vehículos de inversión destinados exclusivamente a evitar el cumplimiento de ciertos límites de inversión, lo que en definitiva desvirtúa el mandato de inversión (establecido en la Ley) a que están sujetas las administradoras.

Asimismo, eso ocasionó que operaciones que cumplieran con los requisitos normativos al perfeccionarse de una determinada forma, no lo fueran cuando el vehículo de inversión seleccionado era otro. Este era el caso por ejemplo para la inversión en títulos de deuda, cuando ella se hacía vía cuotas de fondos mutuos o fondos de inversión, ya que dichos vehículos son definidos como instrumentos de renta variable.

Comisión Clasificadora de Riesgo

La clasificación de riesgo de los instrumentos en los que pueden invertir los fondos de pensiones constituye un mecanismo esencial para efectos de gestionar el riesgo de crédito de la cartera de inversión. Actualmente, la clasificación de

riesgo es un requisito de deben cumplir los emisores de títulos de deuda, para que efectos de que estos sean elegibles para los fondos de pensiones.

La Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) nació en 1985 con el objetivo de suplir la ausencia de clasificación privada en el mercado. Está conformada por personal de las tres superintendencias del área financiera, además de miembros designados por las administradoras. Dentro de sus funciones, destacan:

- a) Aprobar o rechazar los instrumentos representativos de capital, deuda y cobertura de riesgo susceptibles de ser adquiridos con los recursos de los Fondos.
- b) Asignar una categoría de riesgo a los instrumentos de deuda nacional, y aprobar, modificar o rechazar las clasificaciones otorgadas por entidades internacionales a los instrumentos de deuda extranjeros.
- c) Establecer equivalencias de riesgo para las clasificaciones de títulos de deuda extranjeros realizadas por entidades internacionales.
- d) Establecer la metodología de cálculo y valor límite para los requisitos mínimos establecidos por ley para acciones nacionales.
- e) Establecer procedimientos específicos de aprobación para cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos nacionales, instrumentos representativos de capital y cobertura de riesgo extranjeros, operaciones de cobertura en el mercado nacional y otros instrumentos a que se refiere la letra l) del artículo 45. del D.L. N° 3.500, de 1980.

En sus orígenes, las categorías de riesgo eran asignadas por la CCR de acuerdo a procedimientos establecidos por ella misma. Posteriormente, y junto con la evolución del sistema privado de clasificación de riesgo, que comenzó a operar a fines de 1988, se incorporan formalmente a las clasificadoras privadas al proceso de clasificación de riesgo mediante una reforma legal efectuada el año 1994, lo que entregó una mayor relevancia a los informes de los clasificadores privados.

Actualmente, la industria de clasificadoras privadas ha acumulado experiencia, estableciéndose como una industria consolidada que ha contribuido a la desintermediación financiera y la generación de información relevante para discriminar el riesgo de crédito de los títulos. En la actualidad, las tres agencias mundiales de clasificación de riesgo más importantes tienen presencia en Chile a través de agencias nacionales.

La consolidación de las clasificadoras de riesgo se refleja en que las clasificaciones otorgadas por dichas entidades actualmente son, en la inmensa mayoría de los casos, ratificadas por la CCR. La CCR también clasifica valores de renta variable nacional, área en la cual se aprecia que en la gran mayoría de los casos los títulos que cumplen con los requisitos establecidos por ley son aprobados por la CCR. Asimismo, para el caso de los títulos de deuda extranjeros la labor de la CCR es prácticamente nula, toda vez que para efectos de la inversión de los Fondos de Pensiones sólo se considera lo informado por las clasificadoras internacionales, no interfiriendo en este proceso la CCR.

Los antecedentes anteriores caracterizan un escenario que muestra una evolución en el rol y la necesidad de contar con la CCR en los diversos mercados. En este sentido, un área en donde se es posible apreciar un claro valor agregado de la CCR para la industria, corresponde al caso de los fondos mutuos extranjeros.

Políticas de inversión

La labor de las administradoras está fuertemente marcada por el deber fiduciario que rodea la labor de administración de fondos de terceros. Dicho deber comprende, entre otros, el deber de invertir los recursos en el mejor interés de los afiliados, lo que queda capturado en la legislación. En particular, la legislación establece que el único fin de las administradoras es cautelar por la adecuada rentabilidad y seguridad de las inversiones. Naturalmente, esta declaración carece en cierta medida de sustento si es que la 'adecuada rentabilidad y seguridad' no se ve plasmada en el proceso de inversión de las administradoras a través de su política de inversión.

En virtud de esto, la Superintendencia de AFP (actual Superintendencia de Pensiones) requirió mediante circular a las AFP la de elaborar y hacer públicas sus políticas de inversión. Sin embargo, en la Ley previo a la reforma no existía una mención explícita a las políticas de inversión de las administradoras, situación que contrasta con la importancia que estas deben tener y con lo que ocurre en sistemas de pensiones establecidos en otros países, en donde los administradores de los fondos hacen públicos los lineamientos generales de sus decisiones de inversión, así como sus planteamientos en temáticas relacionadas con la administración de los activos.

Si bien es cierto que con anterioridad a la reforma las regulaciones dejaban poco espacio a las administradoras para utilizar estrategias de inversión que significaran diferenciarse en demasía de su competencia, la concesión de mayores grados de libertad que realiza la reforma hace necesario la introducción de mayores exigencias en relación con el deber fiduciario de las administradoras, dentro de las cuales se cuenta (como mejor práctica de mercado) la elaboración por parte del directorio y ejecutivos principales de políticas de inversión que hagan público los criterios mediante los cuales cada administradora pretende dar cuerpo al mandato a que se encuentra sometida. Igual cosa ocurre con la elaboración de políticas de gestión de riesgo en el área de inversiones, incluidos el riesgo operacional y legal.

Efecto manada

Otro de los componentes de la regulación de inversiones está dado por el esquema de premios y castigos a que se encuentran afectas las AFP. En particular, la regulación de inversiones contempla un castigo a la administradora que obtenga una rentabilidad promedio menor que la del sistema, incluyendo ciertos grados de holgura que dependen del tipo de fondo de que se trate, de acuerdo a la taxonomía introducida por la Ley de multifondos.

Aun cuando existe un castigo por un desempeño inferior al del promedio, no existe un premio efectivo por un buen desempeño. En efecto, si una Administradora tenía en un período un rendimiento muy superior al del promedio, considerando una holgura simétrica a la del caso del castigo, se debía constituir una Reserva de Fluctuación de Rentabilidad. Esta Reserva era invertida en cuotas del mismo Fondo y eventualmente si la Administradora caía bajo la rentabilidad mínima era posible utilizar estos recursos para cubrir la diferencia. Esto se traducía en que al momento de producirse una rentabilidad suficientemente alta, en la práctica esto no se reflejaba en una mayor ganancia para los afiliados e incluso al retirarse los recursos para constituir la reserva inmediatamente después de producido el hecho, se podía producir una caída en rentabilidad por este sólo efecto. Para la Administradora a su vez tenía un efecto patrimonial esperado prácticamente nulo y en cuanto a los afiliados se producía una transferencia de riqueza indeseada.

Cabe señalar que la introducción de incentivos en la industria de administración de fondos es una práctica habitual en el ámbito internacional, la que distingue entre esquemas de premios y castigos basados en carteras referenciales externas (índices bursátiles y de renta fija relevantes), o aquellas que toman como base la propia industria; véase, por ejemplo, Blake y Timmermann (2002). Cualquiera sea la opción que se adopte, la idea de fondo es conseguir que los administradores de fondos ponderen sus decisiones de inversión, con aquellas que se derivan de la cartera referencial respectiva.

La ponderación en cuestión estará posiblemente influenciada por el grado de aversión al riesgo de las administradoras. En particular, en la medida que estas sean muy temerosas de recibir el castigo, optarán por no diferenciarse en demasía de la cartera referencial.

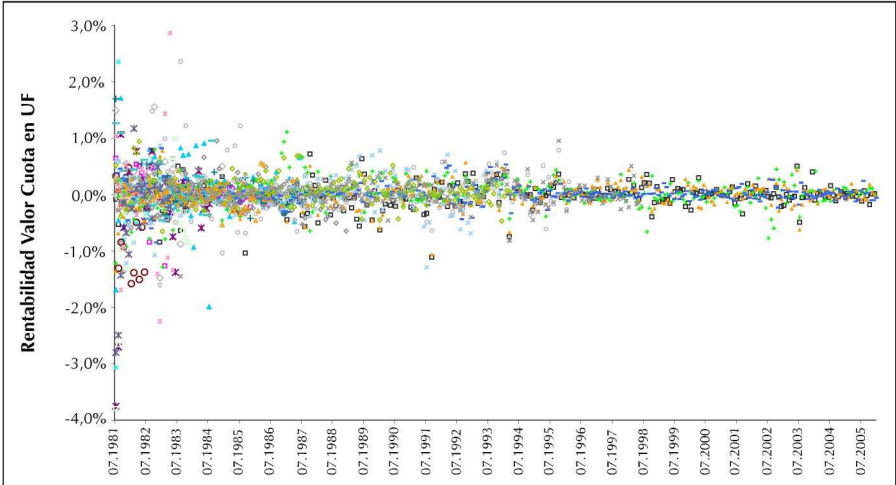
Otra de las consecuencias naturales de este tipo de regulación es la necesidad que surge de mantener informado al conjunto de administradoras sobre las carteras de inversión de la industria, a objeto de que la cartera de referencia sea conocida por todos. Esto trae naturalmente aparejado el inconveniente de reducir la rentabilidad de innovar en materia de decisiones de inversión, ya que estas son posteriormente conocidas por el resto de los competidores.

Sin embargo, en este punto también cobra relevancia el tipo de competencia que exista en la industria. Al respecto, si ésta se da en términos del ranking de rentabilidad entre administradoras, en lugar de diferencias absolutas en rentabilidades, es posible que las estrategias de inversión que se adopten sólo consideren pequeñas desviaciones en relación con los competidores, aún en ausencia de cualquier tipo de regulación que implique premios o castigos sobre la base del desempeño relativo. Esto se debería a que puede ser tanto o más relevante para un administrador la pérdida de competitividad en la industria que la regulación existente.

En suma, esto implica en definitiva que el resultado que se observe será el resultado de factores diversos, entre los que se cuentan: (1) el esquema de incentivos imperante, (2) la calidad y disponibilidad de la información sobre la cartera referencial y (3) la forma en que se desarrolle la competencia en la industria.⁷⁹

El siguiente gráfico muestra la rentabilidad mensual obtenida por el conjunto de administradoras existentes desde los inicios del sistema, respecto a la rentabilidad promedio.

Gráfico 4.4
Retorno AFP versus retorno promedio fondos tipo C



Fuente: Superintendencia de Pensiones

De la gráfica se desprende la creciente similitud de desempeño mostrado por las distintas AFP, lo que es reflejo de estrategias de inversión cada vez más similares. No obstante esto, es difícil separar el rol que juega en este resultado cada uno de los factores mencionados con anterioridad.

4.1.4.- Regulación de inversiones en otros países

El Rol de las Restricciones Cuantitativas

Al comparar la regulación de inversiones a que se encuentran afectas las inversiones de los fondos de pensión chilenos, con aquellas existentes en otros países, es posible observar diferencias marcadas en función de las características del sistema de pensiones en cuestión. En particular, es posible distinguir diferencias en función de si el ahorro tiene el carácter de voluntario u obligatorio.

En el caso de los sistemas de ahorro de tipo voluntario, como aquellos imperantes en ciertos países pertenecientes a la Organización para la Cooperación y el

⁷⁹ En particular, esto implica que la existencia del esquema de incentivos vigente (i.e., el requisito de rentabilidad mínima) puede no ser necesariamente el responsable directo del "efecto manada".

Desarrollo Económico (OCDE), se observa que en todos ellos se aplica alguna restricción de índole cuantitativa, siendo la más común aquella que restringe la inversión en emisores relacionados a quien administra las inversiones del fondo. Adicionalmente, en algunos países se han establecido restricciones por clase de activo y a la inversión en emisores extranjeros, principalmente a países no pertenecientes a la OCDE. En todo caso, estas restricciones son mucho más flexibles que las observadas por las AFP en Chile.

Adicionalmente, en países de la OCDE con sistemas voluntarios y sistemas financieros más desarrollados se observa en general restricciones de inversión basadas en la regla del hombre prudente, según la cual los administradores de las inversiones de un fondo manejarían las inversiones con el mismo cuidado con el que lo haría un individuo prudente actuando en su propio beneficio. No obstante, las regulaciones del hombre prudente son aplicadas de forma extrema en muy pocos casos. En particular, para el caso de los fondos de pensiones la regla de hombre prudente es acompañada de restricciones cuantitativas para inversiones en emisores relacionados o de normas que introducen los conceptos de maximización de la seguridad y rentabilidad de las inversiones; Davis (1998). Por ejemplo, para el caso de los fondos de pensiones de Inglaterra y Estados Unidos se han establecido regulaciones que restringen las inversiones en emisores relacionados, entre otras de tipo general.

Por otro lado, existen países de la OCDE con sistemas de ahorro obligatorio y voluntario en los que se aplican variadas restricciones cuantitativas a las inversiones, por la vía de límites máximos para ciertas clases de activos (principalmente acciones), bonos de empresas, fondos de inversión y bienes raíces, además de restricciones para emisores relacionados e inversiones en activos extranjeros. En este sentido cabe destacar que para todos estos países los límites de inversión se encuentran establecidos en función del valor del fondo y son cuantitativamente más restrictivos que el caso chileno.

Los resultados obtenidos por los fondos de pensiones de la OCDE evidencian que las rentabilidades reales obtenidas con regulaciones basadas en el hombre prudente han sido más altas que en el caso de los fondos con regulaciones menos flexibles, lo cual se explicaría principalmente por el porcentaje de acciones en el portafolio de inversión. Sin embargo, las diferencias obtenidas no pueden ser completamente explicadas por el esquema de restricciones a las inversiones, ya que en algunos casos estas resultan ser restrictivas; Rocha et al. (1999). En este sentido, la literatura especializada señala que las regulaciones más restrictivas son apropiadas en sistemas de pensiones de ahorro obligatorio privado que se encuentran en etapa de implementación, o con mercados de capitales y estructura regulatoria poco desarrollada. Lo anterior, con el objeto de proteger a los inversionistas que son obligados a participar en los sistemas establecidos y que en la mayoría de los casos tienen poca experiencia en el tema. Esta literatura también concluye que las regulaciones a las inversiones pasan a ser menos relevantes en la medida que tanto los marcos normativos se perfeccionan, como también los mercados de capitales se desarrollan.

En el caso de los sistemas de ahorro obligatorio las restricciones impuestas a las inversiones de los fondos son considerablemente mayores que aquellas establecidas en sistemas voluntarios. En particular, los países con mercados de capitales menos profundos y ahorrantes que muestran una menor cultura de inversión presentan mayores restricciones. En este mismo plano se cuentan regulaciones al desempeño de los fondos para garantizar la obtención de rentabilidades mínimas, que buscan garantizar un desempeño mínimo y al mismo tiempo mitigar el costo fiscal de las garantías ofrecidas por los gobiernos; Turner y Rajnes (2001). En particular, En el caso de México y Polonia se aprecia que la regulación chilena es bastante más compleja y difícil de interpretar que la de estos países. Esto debido principalmente al número de restricciones impuestas.

Recuadro 4.1 La Experiencia Internacional

La OCDE agrupa a diversos países, los que poseen fondos de pensiones que en su gran mayoría son voluntarios, coexistiendo con sistemas (obligatorios) de reparto. La regulación de la inversión en el exterior para los países de la OCDE es amplia y va desde la prohibición total a la inversión externa, como es el caso de México, hasta la inexistencia de restricciones. Además de México, los principales países de la OCDE que presentan restricciones en estas inversiones son:

- Dinamarca: Para emisores de países de la OCDE 70% de valor de los activos, con excepción de bonos de emisores de países los cuales no tienen límites; 10% de los activos para otros títulos extranjeros de otros países.
- Portugal: Para emisores de países de la OCDE sin límites; 15% para países fuera de la OCDE y para títulos no listados.
- España: Para emisores de países de la OCDE sin límites; 90% para instrumentos listados en mercados reconocidos; 15% para depósitos y otros activos monetarios.
- Canadá: 30% de los activos.
- Finlandia: El 95% de los activos pueden ser invertidos en países pertenecientes a la Asociación Económica Europea (AEE).

El 5% de valor del fondo puede invertirse en países de la OCDE que no pertenezcan a la AEE.

- Polonia: El 5% de los activos.
- Hungría: El 30 % del valor de los fondos. Del total invertido en el extranjero hasta un 20% puede invertirse en países que no pertenecen a la OCDE.

Para países tales como Australia, Holanda, Irlanda, Inglaterra, Japón y Estados Unidos no existen restricciones para la inversión extranjera.

Tabla 4.6
Principales Características de las Regulaciones a las Inversiones en Países AIOS

Pregunta /País	Argentina	Chile	Colombia	Costa Rica	México	Uruguay
1. Medición de Riesgo de la cartera de los Fondos obligatoria por Ley	No	No	Si	Si	Si.	No
2. Administradoras envían al ente regulador e informan al público sus políticas de inversión	No	No	Si	Si	Si	No
3. El envío de políticas de inversión al ente regulador e información al público se susienta en algún cuerpo legal	-	-	Si. Circular Básica Jurídica	Si. Reglamento de Inversiones	Si. Circular CONSAR 10	-
4. Existen límites por instrumentos	Si. Límites máximos	Si. Sólo límites máximos	Si. Límites máximos	Si. Límites mínimos y máximos	Si. Sólo límites máximos	Si. Límites máximos
5. Existen límites por grupos de instrumentos	Si. Límites máximos Excepción: Economías Regionales tienen límites mínimos (para administradora estatal)	Si. Límites máximos. Excepción: inversión en instrumentos de renta variable tiene límite mínimo	Si. Límites máximos	Si. Límites máximos	Si. Límites máximos (por nivel de clasificación de riesgo)	Si. Límites máximos
6. Existen límites por emisor	Si. Establecidos como porcentaje del Fondo	Si. Establecidos como porcentaje del Fondo, patrimonio, valor activos	Si. Establecidos como porcentaje del valor del Fondo	Si. Establecidos como porcentaje del total de inversiones	Si. Establecidos en función del nivel de clasificación de riesgo de crédito.	Si. Establecidos en función del activo de la FAP
7. Se autoriza la inversión en emisores relacionados a la Administradora	No	Si	Si	Si	Si. Excepción: cuando el emisor es una entidad financiera	No
8. Existe alguna entidad que aprueba los instrumentos en los que pueden invertir los Fondos	No	Si	No	No	No	Si
9. Para lo anterior, quién realiza la función	-	Comisión Clasificadora de Riesgo	-	-	-	Banco Central del Uruguay – División Mercado de Valores y Control de AFAP
10. Requisitos que deben cumplir los instrumentos de deuda nacionales para la inversión de los Fondos en ellos	Autorización para colizar en algún Mercado autorizado por la Comisión Nacional de Valores para los EP y calificación mínima (A y BBB, según corresponda)	Encontrarse en clasificación de riesgo igual o superior a BBB o N-3 según corresponda, y aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo	Encontrarse en clasificación de riesgo BBB- y 3, según corresponda Inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios Excepción: Deuda Pública	Que sean valores que se coticen en el mercado formal de valores (centralizado y OTC) que estén registrados en el Registro Nacional de Valores	En general se exige que las transacciones se efectúen en los mercados oficiales de las bolsas de valores (existen excepciones)	

Fuente: AIOS.

El Rol de las Políticas de Inversión

En el ámbito internacional los administradores de los fondos de pensiones obligatorios de Hong Kong tienen la exigencia de establecer los objetivos de sus inversiones, mientras que en el caso de los fondos de pensiones del Reino Unido se exige la identificación de la estrategia de inversión seguida por el administrador. Asimismo, en la revisión de la obligatoriedad de contar con políticas de inversión públicas, destaca el caso del fondo que administra los ahorros para las pensiones de los empleados públicos del Estado de California, CALPERS. Dicho fondo tiene a disposición del público en general documentos en los que se detallan claramente las políticas de inversión de la administración.⁸⁰ Al respecto, la administración de este fondo establece entre otras cosas los criterios de asignación de activos, objetivos de las inversiones, estrategias de inversión, personas y grupos de personas responsables de las decisiones de inversión y el manejo de los activos, carteras de referencia a utilizar y sistemas de monitoreo de las inversiones para distintas clases de activos, como acciones, bienes raíces y bonos corporativos.

Este fondo también presenta en sus políticas planteamientos relacionados a materias de administración, como por ejemplo políticas de gobierno corporativo, manejo de información confidencial al interior de la empresa, administración de las decisiones de inversión, participación en directorios de otras empresas, entre otras cosas. A su vez, se definen políticas para la confección de los planes de inversión y revisión de éstos en plazos predefinidos, pero con la facultad de realizar cambios ante condiciones específicas.

Específicamente, en relación a las políticas de inversión para acciones, la administración de CALPERS señala la prohibición de invertir en acciones de empresas tabacaleras y define lineamientos para la selección de activos y uso de monedas y derivados entre otros aspectos. Por su parte, para los instrumentos de renta fija, detalla requisitos de duración o plazo de los distintos tipos de instrumentos, límites según la clasificación de riesgo de los activos, lineamientos generales para el manejo de las oportunidades de inversión, uso de derivados y monedas y la prohibición de invertir en bonos de empresas tabacaleras.

Otro ejemplo de políticas de inversión públicas se encuentra en el fondo de pensiones inglés Hermes, el cual informa en su sitio Web los lineamientos generales de su política de inversión y los principios relativos a conflictos de interés y materias de gobierno corporativo.⁸¹

En otro aspecto, destaca la política de inversión establecida por el fondo de pensiones holandés PGGM,⁸² la que señala los principios en los que se sustentan las decisiones de inversión, entre los que se encuentra la exclusión

⁸⁰ Véase www.calpers.ca.gov.

⁸¹ Véase: www.hermes.co.uk.

⁸² Ver: www.pggm.nl

de inversiones que puedan involucrar producción y comercio de armas y violaciones a los derechos humanos. Otro principio es el de mejor en la clase, mediante el cual se realiza un ranking las compañías en relación a la sostenibilidad de las inversiones, con el objeto de efectuar la selección de acciones para la conformación del portafolio de los Fondos. Por último, un tercer principio es el de compromiso, según el cual se mantiene un activo dialogo con las sociedades en las que se invierten los recursos de los Fondos con el objeto de incentivar prácticas relacionadas con la responsabilidad social y temas medioambientales.

Un último ejemplo relevante corresponde a la reciente normativa de la Comunidad Europea que ha establecido para los organismos de previsión para la jubilación de los países miembros de la Unión Europea la obligación de publicar información sobre la política de inversión de los fondos. Al respecto, se plantea que la publicación de documentos relacionados con las políticas de inversión de los fondos es una manera de obligar a los administradores a tomar ciertas decisiones respecto a la gestión de los activos y pasivos y a actuar con sentido de la perspectiva en su estrategia global en materia de inversiones.⁸³ Específicamente, la normativa establece que cada tres años y siempre que se produzcan cambios importantes en la política de inversión de los fondos de pensiones, deberá publicarse información sobre los principios en que se fundamenta la política de inversiones en relación con la naturaleza y duración de sus compromisos en concepto de pensiones. Adicionalmente, la información deberá incluir una descripción de los métodos de medición de riesgo y los procesos de gestión de control de riesgo empleados. Se señala, además, que los documentos deberán ser enviados a las autoridades supervisoras, las que comprobarán la coherencia de las inversiones efectivas con los principios expuestos.

4.2.- Medidas contenidas en la reforma en materia de inversiones

Por la naturaleza propia de la función de inversiones dentro de un sistema de pensiones de capitalización individual, la regulación de inversiones ha sido una de las áreas que más cambios ha sufrido en estos más de 25 años de funcionamiento del sistema, siempre en el camino de avanzar hacia normas más flexibles en contraparte a mayores exigencias de gestión al interior de las administradoras.

De hecho, una de las principales conclusiones del diagnóstico realizado al esquema de regulación de las inversiones de los fondos de pensiones es la necesidad de simplificar e incorporar mayores grados de flexibilidad en el proceso de regulación de las inversiones, aumentando paralelamente las exigencias de autorregulación y sana gestión al interior de las administradoras. En este contexto, resulta aparente la necesidad por parte de las administradoras de entregar mayor información a los usuarios del sistema y público en general con relación a sus políticas de inversión.

⁸³ Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las actividades de los organismos de previsión para la jubilación.

Otro hecho que se desprende es la necesidad de flexibilizar las restricciones a la inversión extranjera, en vista al creciente tamaño que se espera alcancen los fondos de pensiones y a la limitada oferta de instrumentos domésticos.

Asimismo, del análisis realizado surge la necesidad de avanzar hacia la medición del riesgo financiero a que están sujetas las inversiones de los fondos de pensiones, para así ir paulatinamente reemplazando una herramienta imperfecta de control de riesgo, como son los límites cuantitativos de inversión, por una herramienta mejor preparada para tales efectos.

A continuación se presentan las principales modificaciones en el ámbito de las inversiones de los Fondos de Pensiones. Estas modificaciones tienen como eje principal la mayor flexibilidad que da la Ley. Esto conlleva la introducción de una nueva institucionalidad en materia de regulación de inversiones, la que queda conformada por la Superintendencia de Pensiones y el Consejo Técnico de Inversiones (CTI), de cuya interacción resulta lo que se conoce como el Régimen de Inversiones (RI), que cuenta con la visación del Ministerio de Hacienda. El RI es la norma que regula las inversiones de los fondos de pensiones en aquello que la ley señala.

4.2.1.- Estructura de límites de inversión

Descartando los límites de inversión destinados a evitar posibles conflictos de interés, materia que no sufrió modificación, la reforma mantuvo tan solo 5 límites considerados relevantes para acotar el riesgo a que están expuestos los fondos de pensiones, que son además necesarios para la continuidad del esquema de multifondos. En particular, se mantuvieron en la ley restricciones correspondientes a:

- a) Un límite máximo de inversión en títulos estatales (igual al vigente pre-reforma),
- b) Un rango (igual al vigente) para que el Banco Central de Chile (BCCH) fije el límite máximo de inversión en renta variable de acuerdo a la diferenciación establecida por los multifondos (además de un rango 5% de renta variable para el fondo tipo E),
- c) Un rango para que el BCCH fije el límite máximo de inversión en el extranjero para cada tipo de fondo (A: 45%-100%, B: 40%-90%, C: 30%-75%, D: 20%-45%, E: 15%-35%), además de un rango para el límite global de entre (30%-80%),
- d) Un límite máximo para la inversión extranjera sin cobertura cambiaria, y un rango para que el BCCH fije el límite máximo de inversión en instrumentos de mayor riesgo (10%-20%).

4.2.2.- Régimen de inversión

La importancia del RI radica en la mayor flexibilidad que se le imprime al proceso de toma de decisiones en relación con la regulación de inversiones. En particular, la ley faculta al RI para regular todas las materias contenidas previamente en la ley, y le entrega la potestad para establecer otras nuevas en

caso de ser necesario. En particular, el RI debe establecer límites para los siguientes grupos de instrumentos:

- Deuda nacional y extranjera BB o B y N-4,
- Deuda nacional y extranjera B y N-4,
- Acciones nacionales que no cumplan requisitos de elegibilidad y cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos nacionales no aprobados por la CCR,
- Acciones nacionales y cuotas de fondos de inversión nacionales de baja liquidez,
- Compromisos de aportes a fondos de inversión nacionales, Acciones, cuotas de fondos de inversión y cuotas de fondos mutuos, extranjeros, no aprobados por la CCR,
- Otros instrumentos aprobados por Superintendencia de Pensiones
- Instrumentos Derivados, y
- Préstamos de activos.

Por otra parte, el RI solo puede establecer límites mínimos para instrumentos de capital con el objeto de diferenciar los multifondos y es el encargado de regular inversión indirecta.

Adicionalmente, la reforma faculta al RI para establecer límites en función de la medición de riesgo de las carteras de inversión (nuevo artículo 50bis del D.L. N° 3.500, de 1980), lo que abre el camino para avanzar hacia una regulación de inversiones basada en el riesgo a que se encuentran expuestas las inversiones de los fondos de pensiones.

4.2.3.- Consejo técnico de inversiones

El CTI es un consejo actualmente conformado por un grupo de 5 expertos (más 5 miembros suplentes) en materias financieras y de inversiones. La designación de sus miembros le corresponde al Presidente de la República, el Consejo del Banco Central de Chile, las AFP y a los Decanos de las Facultades de Economía o de Economía y Administración de las Universidades que se encuentren acreditadas. Esta conformación tiene por objeto que el Consejo sea integrado por personas con conocimientos en las áreas de previsión y finanzas y que posea una representación de diversos sectores con intereses en las inversiones de los fondos de pensiones.

La creación de este consejo obedece a la necesidad de generar contrapesos en la nueva institucionalidad. En particular, el CTI es el encargado de aconsejar a la Superintendencia de Pensiones (SP) en la dictación de la regulación de inversiones que conforma el RI. Adicionalmente, tiene la facultad de vetar materias del RI, mientras que sus recomendaciones pueden ser rechazadas por la SP mediante resolución fundada.

La nueva institucionalidad tiene la ventaja de incorporar las labores de consejería con un carácter permanente. El CTI tiene dentro de sus funciones y atribuciones las siguientes:

- a) Pronunciarse sobre el contenido del régimen de inversión y sobre las modificaciones que la Superintendencia de Pensiones proponga efectuar al mismo;
- b) Emitir opinión técnica en todas aquellas materias relativas a inversiones de los Fondos de Pensiones contenidas en el Régimen de Inversión, y en especial respecto de la estructura de límites de inversión de los Fondos de Pensiones, de los mecanismos de medición del riesgo de las carteras de inversión y de las operaciones con instrumentos derivados que efectúen los Fondos;
- c) Efectuar propuestas y emitir informes en materia de perfeccionamiento del régimen de inversiones de los Fondos de Pensiones en aquellos casos en que el Consejo lo estime necesario o cuando así lo solicite la Superintendencia de Pensiones;
- d) Pronunciarse sobre las materias relacionadas con las inversiones de los Fondos de Pensiones que le sean consultadas por los Ministerios de Hacienda y del Trabajo y Previsión Social;
- e) Entregar una memoria anual de carácter público al Presidente de la República, correspondiente al ejercicio del año anterior; y
- f) Encargar la realización de estudios técnicos con relación a las inversiones de los Fondos de Pensiones.

4.2.4.- Gobiernos Corporativos y Nuevas Responsabilidades para las Administradoras

La Ley 20.255 entrega mayor flexibilidad a las Administradoras de Fondos de Pensiones, pero como contraparte de ello incluye elementos que mejoran su Gobierno Corporativo, aumenta sus responsabilidades y en general la transparencia en las decisiones de inversión de las Administradoras.

Directores autónomos

La ley requiere que el directorio de la AFP esté conformado al menos por cinco directores y dos de ellos de carácter autónomo. Los directores autónomos tienen tareas específicas asociadas a su participación en el Comité de Inversión y de Solución de Conflictos de Interés (art. 50 D.L. 3.500, de 1980). La ley define al director autónomo y tipifica relaciones en las cuales se presume falta de autonomía.

Es así como, la misma Ley considera que aquellos directores que de acuerdo a la Ley de Valores se definen como independientes, se les considerará también como autónomos para el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones. En tanto, cuando se trata de un director elegido por el controlador, la definición general de autonomía que se aplica considera ciertas condiciones bajo las cuales se presume falta de autonomía. Estas son que dentro de los últimos dieciocho meses se haya dado alguna de las siguientes situaciones:

- a) Mantuvieron cualquier vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza y volumen relevantes, de acuerdo a lo que señale la norma de carácter general a que se refiere este artículo, con las personas indicadas en el inciso anterior;

- b) Fueren cónyuge o tuvieran una relación de parentesco hasta el segundo grado de consanguinidad o primer grado de afinidad, con las personas indicadas en el inciso anterior;
- c) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital, directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales, de entidades que hayan prestado servicios jurídicos o de consultoría, por montos relevantes conforme lo que señale la norma de carácter general a que se refiere este artículo, o de auditoría externa, a las personas indicadas en el inciso anterior, y
- d) Hubiesen sido socios o accionistas que hayan poseído o controlado, directa o indirectamente, 10% o más del capital, directores, gerentes, administradores o ejecutivos principales, de entidades que provean de bienes o servicios por montos relevantes a la Administradora de acuerdo a lo que señale la norma de carácter general a que se refiere este artículo.”

Con todo, las condiciones específicas que estos directores deben cumplir estarán contenidas en una norma de carácter general de la Superintendencia de Pensiones. Esta norma antes de ser emitida debe ser sometida a la consideración del Consejo Técnico de Inversión.

Comité de Inversiones y Conflictos de Interés

La Ley establece la obligatoriedad para las Administradoras de constituir comités de inversiones y conflictos de interés en sus directorios, del cual forman parte los Directores autónomos antes mencionados. Esto permitirá dar una mayor formalidad a la gestión de las carteras previsionales. Estos comités deberán estar integrados al menos por tres Directores de la Administradora y entre sus funciones se encuentran diseñar las políticas de inversión de cada Fondo de Pensiones y un perfil de riesgo de cada uno de ellos y supervisar el cumplimiento de las políticas aprobadas por el Directorio y de los límites de inversión de los Fondos de Pensiones establecidos en la ley o en el Régimen de Inversión.

Políticas de Inversión

Con el objeto de hacer efectiva una mayor responsabilidad de las Administradoras en la gestión de los Fondos de Pensiones, se estableció en la Ley 20.255 que las AFP deberán diseñar e implementar las políticas de inversión e informaran al ente regulador y al público los lineamientos de éstas. El comité de inversiones y conflictos de interés es el encargado de aprobar y hacer seguimiento de estas políticas. Se consideran sanciones para el incumplimiento de estas políticas.

Nombramiento de Directores por parte de las AFP

La Ley establece una serie de requisitos para que las AFP puedan entregar su voto a directores en las SA en las que los Fondos de Pensiones invierten. La Reforma Previsional agregó a estos requisitos como condición que las AFP voten por directores que se encuentren inscritos en un registro de directores que al efecto llevará la Superintendencia de Pensiones. Esta Superintendencia a través de una NCG establecerá los criterios básicos para la inscripción y mantención

en el registro y regulará el procedimiento de inscripción. Con todo, el contenido de la NGC deberá contar con informe favorable del CTI.

El Título XIV sobre “Regulación de conflictos de interés” en su artículo 155 ya establecía una serie de condiciones para que las Administradoras pudieran votar por un determinado candidato. Es así como no se puede votar por:

- a) Accionistas mayoritarios o relacionados a él que puedan elegir la mayoría del directorio.
- b) Accionistas o relacionados a él que con los votos de las Administradoras puedan elegir la mayoría del directorio.
- c) Accionistas o relacionados a él con 10% o más de las acciones.
- d) Director o ejecutivo de la Administradora o alguna sociedad del grupo empresarial al que aquella pertenezca.

Sin perjuicio de a), las AFP pueden votar por personas que cumplan que la única relación con el controlador del grupo empresarial provenga de la participación en el directorio y que no haya accedido al directorio con el apoyo decisivo del controlador

A estos requisitos se agrega con la nueva Ley la condición de estar inscrito en el registro de directores que para estos efectos llevará la Superintendencia de Pensiones. Para estas en este registro se deben cumplir los requisitos que la misma Ley establece así como aquellos que se incluyan en la norma de carácter general que emita dicha Superintendencia.

Medición de riesgo de carteras previsionales

Dada la relevancia de las inversiones y las falencias detectadas en el diagnóstico respecto a una regulación basada en restricciones cuantitativas, se hace necesario avanzar hacia un esquema de supervisión basado en riesgo. Esto implica reducir este tipo de restricciones pero a la vez incluir una medición de riesgo adecuada para este tipo de inversiones.

No existe aún un consenso internacional respecto de cual es la mejor forma de medir y controlar el riesgo en el caso de inversiones de largo plazo como lo son los Fondos de Pensiones. En el caso de México se adoptó un modelo de Valor en Riesgo (VAR) con datos históricos. Sin embargo, esta no necesariamente es la mejor forma de medir el riesgo a que se enfrentan los trabajadores, puesto que este utiliza tradicionalmente para inversiones de corto plazo.

El Régimen de Inversión podrá incorporar normas para la medición del riesgo de las carteras de los fondos de pensiones. Asimismo, se faculta a la Superintendencia de Pensiones para establecer procedimientos específicos. Este es un proceso que comienza con la Reforma para lo cual la Superintendencia está trabajando en una metodología específica para medir y controlar riesgo en este caso. (Ver Recuadro 4.2)

Recuadro 4.2

Propuesta metodológica para medir el riesgo financiero de los fondos de pensión

El establecimiento de un sistema de medición de riesgo financiero para los fondos de pensiones requiere de una metodología acorde con las características propias del sistema. En particular, es importante destacar que al contrario de otras industrias, como las de seguros y bancos, los fondos de pensiones no poseen pasivos explícitos en términos de monto y plazos definidos. Esto hace por tanto necesario identificar el activo financiero o estrategia de inversión libre de riesgo para el caso del sistema de pensiones, para así cuantificar el riesgo de las inversiones utilizando una medida de riesgo que ilustre la distancia en relación con esta última.

Tomado en cuenta el destino de los fondos de pensiones y las modalidades de pensiones existentes (rentas vitalicias y retiro programado), resulta razonable utilizar el valor de una unidad de renta vitalicia diferida al momento de la pensión como el activo libre de riesgo del sistema, lo que se justifica por el hecho que la pensión a recibir si se siguiera una estrategia inversión consistente en invertir todos los fondos en rentas vitalicias diferidas sería conocida con total certeza en todo momento.⁸⁴

Dado que el precio de este instrumento no es públicamente observable, se requeriría identificar la estrategia de inversión (y en definitiva, el valor de la cartera) capaz de replicar el flujo de caja correspondiente. Esto último se podría lograr por dos vías: primero, utilizando bonos de larga madurez (o su sintético más cercano); o alternativamente, adicionando al valor de la cartera capaz de replicar de mejor forma el pago de la renta vitalicia en cuestión, utilizando para estos efectos los activos disponibles en el mercado, un monto que permita financiar los flujos de caja correspondientes con un alto nivel de certeza.⁸⁵

Finalmente, el riesgo financiero a que están expuestos los fondos de pensiones puede ser medido como el valor en riesgo relativo o la volatilidad relativa (i.e., tracking error) de la cartera de los fondos de pensiones, respecto de la cartera que financia la renta vitalicia diferida ya mencionada. Dadas las diferencias en las edades de los individuos que mantienen sus ahorros en los distintos tipos de fondos de pensión disponibles, el diferimiento de la renta vitalicia debiese ser ajustado en consecuencia.

⁸⁴ En particular, nótese que si los fondos se invirtieran completamente de forma de replicar el pago de una renta vitalicia diferida a la fecha de pensión, la fluctuación en la pensión resultante sería nula. Este hecho permite utilizar a la renta vitalicia diferida como el activo (o estrategia de inversión) relevante en el sistema de pensiones para medir el riesgo financiero.

⁸⁵ Para esto último es posible utilizar la información histórica en materia de riesgo de reinversión, en caso que la dificultad sea la falta de instrumentos de renta fija con la madurez requerida, o desarrollar un modelo matemático acorde a las necesidades.

4.2.5.- Inversión en el extranjero

En el año 2006, el límite global de inversión en el extranjero se encontraba fijado en un 30% de la cartera, lo que dejaba una holgura de prácticamente cero. Además de los argumentos planteados a favor del incremento del límite global señalado (mejor diversificación, baja contribución a la volatilidad de la cartera, la existencia de restricciones en la oferta de valores interna), en dicha sección se planteó el conflicto de interés que surge en la administración de los fondos de pensiones, al requerirse asignar el "presupuesto" de inversión extranjera.

Mientras la Ley de Reforma Previsional se encontraba en trámite, se aprobó un proyecto que aumentó el límite para la inversión en el extranjero de los Fondos de Pensiones de un 30% a un 45% del valor de la suma de todos los Tipos de Fondos de una misma AFP, facultando al Banco Central a aumentarlo gradualmente hasta llegar a ese nivel.

Este límite se aplica al conjunto de la inversión de los Fondos en el exterior. Esto implica que las AFP gestionan libremente la inversión en el extranjero para cada uno de los Tipos de Fondos que administran teniendo en consideración sólo un límite global. Como se mencionó en el diagnóstico, el que el límite sea para el conjunto de los fondos genera una competencia entre los Fondos por ocupar ese límite global.

La Ley establece que junto con el incremento gradual del límite para la inversión en el exterior, la mantención de dos límites para este tipo de inversión: un conjunto para la suma de la inversión en el extranjero y uno individual por Tipo de Fondo de Pensiones en función del valor de cada Fondo, de manera que para una Administradora siempre se aplique el mayor de ellos.

Esto permite, por una parte, evitar distorsiones en la gestión de las carteras de inversión en la medida que el límite en el exterior va transformándose en restrictivo y, por otra, corrige el problema que se puede producir con la fijación de límites individuales para la inversión en el exterior ante traspasos de afiliados a Fondos con límites más restrictivos.

En detalle la Ley establece lo siguiente:

Para la aplicación del límite a la inversión en el extranjero, el Banco Central deberá establecer dos límites: uno para la suma de la inversión de todos los Fondos en el extranjero (límite global) y otro para la inversión en el extranjero por cada Tipo de Fondo.

- a) Para el caso del límite para la suma de las inversiones de los Fondos Tipos A, B, C, D y E de una misma Administradora en el extranjero, el Banco Central deberá fijar el límite máximo dentro de un rango que va desde un 30% a un 80% del valor de estos Fondos. Cabe señalar que la Ley N° 20.190 estableció que a partir de abril de 2008, este límite máximo debe ser de 45%. La gradualidad considerada para el aumento de este límite es la siguiente:

Tabla 4.7
Límite global para la inversión en el extranjero
(Banco Central fija límite dentro de rango)

	Mínimo	Máximo
Regla General	45% del valor de la suma de los fondos	80% del valor de la suma de los fondos
Primeros 12 meses de vigencia de la Ley	45% del valor de la suma de los fondos	60% del valor de la suma de los fondos
Décimo tercer mes en adelante	45% del valor de la suma de los fondos	80% del valor de la suma de los fondos

b) Para el caso de los límites por Tipo de Fondo, el Banco Central deberá fijar los límites máximos para la inversión en el extranjero dentro de un rango que va desde 45% a 100% del Fondo para el Fondo Tipo A; desde 40% a 90% del Fondo para el Fondo Tipo B; desde 30% a 75% del Fondo para el Fondo Tipo C; desde 20% a 45% del Fondo para el Fondo Tipo D, y desde 15% a 35% del Fondo para el Fondo Tipo E. La gradualidad considerada para el aumento de este límite es la siguiente:

Tabla 4.8

	Fondo A		Fondo B		Fondo C		Fondo D		Fondo E	
	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.	Mín.	Máx.
Regla General	45%	100%	40%	90%	30%	75%	20%	45%	15%	35%
Primeros 12 meses de vigencia de la Ley	25%	80%	20%	70%	15%	60%	10%	30%	5%	25%
Décimo tercer mes en adelante	45%	100%	40%	90%	30%	75%	20%	45%	15%	35%

La incorporación de un límite global para la inversión extranjera además de un límite por Fondo tiene como objetivo evitar la existencia de conflictos de interés al gestionar la inversión en el extranjero por Tipo de Fondo cuando el límite a estas inversiones se va haciendo restrictivo. Más aun, el límite global a la inversión en el exterior cambia conforme se vayan moviendo los afiliados, lo que implica mayor flexibilidad.

4.2.6.- Títulos autorizados

En relación con la autorización de títulos autorizados para los fondos de pensiones, la reforma contiene las siguientes modificaciones:

- a) Se eliminan las acciones de sociedades anónima inmobiliarias abiertas.
- b) Se elimina restricción de plazo de vencimiento de efectos de comercio (12 meses).
- c) Se incorpora en la inversión extranjera a los instrumentos extranjeros que se transen en mercado nacional (para efectos de aplicación de límites).

- d) Se elimina facultad del Banco Central de autorizar “otros instrumentos de oferta pública”, dejándola radicada en la SAFF.
- e) Se agregan los instrumentos derivados con objetos distintos al de cobertura de riesgo. Se establecen las condiciones básicas en la ley dejándose al Régimen de Inversión la regulación detallada de los activos objeto, los límites de inversión y el tipo de operaciones que se autorizarán (actualmente los derivados extranjeros son regulados por Reglamento y los derivados nacionales en norma de la Superintendencia).

Tabla 4.9
Cambios a la nómina de instrumentos autorizados
que contempla el artículo 45

D.L. N° 3.500	Ley 20.255
a. Estatales	a. Sin cambio
b. Captaciones de instituciones financieras	b. Sin cambio
c. Títulos garantizados por instituciones financieras	c. Sin cambio
d. Letras de crédito de instituciones financieras	d. Sin cambio
e. Bonos empresas públicas y privadas	e. Sin cambio
f. Bonos canjeables por acciones	f. Sin cambio
g. Acciones de SAA	g. Sin cambio
h. Acciones de sociedades anónimas inmobiliarias abiertas	h. Se eliminan
i. Cuotas de fondos de inversión y cuotas de fondos mutuos	i. Sin cambio
j. Efectos de comercio con vencimiento no superior a 1 año	j. Se elimina límite al vencimiento
k. Títulos extranjeros	k. Se agregan CDV y se saca a los derivados de esta letra
l. Otros instrumentos de oferta pública autorizados por BCCh	l. Se traslada autorización a SAFF, previo informe del BCCh
m. Operaciones de cobertura de riesgo en mercado nacional, definidos en norma SAFF	m. Se agrega objeto de inversión, se agrupan derivados nacionales y extranjeros y regulación específica se definirá en el Régimen de Inversión
n. Préstamo de instrumentos financieros de emisores nacionales	n. Sin cambio

4.2.7.- Comisión Clasificadora de Riesgo

En relación con la CCR, la reforma avanzó en la dirección de acotar el rol de esta entidad a aquellas áreas en donde se vislumbra que mantiene un rol subsidiario con la industria. En particular, la reforma eliminó algunas de las funciones de la CCR, dentro de las cuales se cuentan:

- a) Eliminar las actuales atribuciones para la aprobación de títulos de deuda nacionales y extranjeros, de manera que las AFP sólo consideren las clasificaciones efectuadas por entidades privadas.
- b) Sin perjuicio de lo anterior, se mantiene el poder de veto de la CCR para títulos de deuda nacionales, de manera que esta entidad pueda efectuar evaluaciones a posteriori, lo que se materializaría mediante la facultad de la CCR para solicitar una tercera clasificación privada y rechazar alguna de las clasificaciones previas.
- c) Eliminar el rol para la aprobación o rechazo de acciones nacionales. Al respecto, estos títulos se considerarán aprobados una vez que cumplan con los requisitos mínimos establecidos por Ley y en segunda instancia según clasificación otorgada por la industria privada.

Por su parte, dentro de las funciones de la CCR que la reforma mantiene, destacan

- a) Efectuar la aprobación de cuotas de fondos de inversión y de fondos mutuos nacionales y extranjeros. Al respecto, para el caso de los fondos de inversión nacionales dicha función implica beneficios para la industria. Asimismo, en el caso los fondos de inversión y fondos mutuos extranjeros, existe un amplio consenso en relación a la necesidad de mantener la actual función de la CCR, ya que se estima que la entidad tiene amplios conocimientos y experiencia en estas materias.
- b) Aprobar o rechazar acciones extranjeras. En relación a este punto, se estima por parte de los actores involucrados que la experticia alcanzada por la CCR amerita se continúe realizando dicha labor.
- c) Aprobar o rechazar otros instrumentos de oferta pública de innovación financiera cuando sea solicitado por la Superintendencia de Pensiones.
- d) Establecer equivalencia entre las clasificaciones nacionales de títulos de deuda extranjeros y las categorías nacionales.
- e) Aprobar o rechazar las contrapartes para efecto de las operaciones con instrumentos derivados.

Tabla 4.10
Criterios de aprobación de títulos

Instrumentos	DL 3.500	Reforma
Deuda nacional	Aprobación o rechazo por CCR en base a clasificadores privados	Sólo clasificación privada, con posibilidad de pedir tercera clasificación y rechazo de las clasificaciones privadas por la CCR
Deuda extranjera	Aprobación o rechazo por CCR en base a clasificadores privados	Sólo clasificación privada por entidades internacionales que el BCCh considere para inversión de sus propios recursos
Acciones nacionales	Aprobación o rechazo por CCR en base a: 1º Requisitos mínimos, definidos por la CCR. 2º En caso de rechazo previo, dos informes de clasificación de riesgo	1º Requisitos mínimos mencionados en la ley y definidos en el Régimen de Inversión. 2º Dos clasificaciones privadas de riesgo
Acciones extranjeras	Aprobación o rechazo por CCR	Aprobación o rechazo por CCR
Cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales	Aprobación o rechazo por CCR	Aprobación o rechazo por CCR
Cuotas de fondos mutuos y de inversión extranjeros	Aprobación o rechazo por CCR	Aprobación o rechazo por CCR
Otros activos autorizados por SAFF	Aprobación o rechazo por CCR	Aprobación o rechazo por CCR a requerimiento de la SAFF
Derivados	Aprobación o rechazo de contrapartes	Aprobación o rechazo de contrapartes
Libre disponibilidad	Aplica para acciones nacionales, cuotas de fondos mutuos y de inversión nacionales y acciones y cuotas de fondos extranjeros, que se transen en mercado local, no aprobados por la CCR. Límites especiales establecidos por ley	Aplica para todos los títulos, que no cumplan requisitos de aprobación legales. Límites especiales establecidos en el Régimen de Inversión

4.2.8.- Rentabilidad mínima y reserva de fluctuación de rentabilidad

Respecto a la rentabilidad mínima y la reserva de fluctuación de rentabilidad se establecen algunos cambios que dicen relación con disminuir el potencial efecto manada y aumentar la competencia entre las Administradoras por lograr mejores rentabilidades para sus afiliados acotando a su vez el riesgo de las inversiones.

Es importante mencionar a este respecto que la Ley contempla un esquema de multifondos donde se encuentra la mayor diferenciación respecto a las carteras a las que pueden acceder los afiliados, es por ello que entre administradoras para un mismo tipo de fondo, aún cuando se pueden esperar diferencias significativas es esperable que estas no sean demasiado grandes.

Las modificaciones que contempla la Ley respecto al esquema de premios y castigos son las siguientes:

- a) Se amplía banda para fondos que cuenten con menos de 36 meses de funcionamiento.
- b) Se elimina reserva de fluctuación de rentabilidad.
- c) Se aplaza la entrega de información detallada de las carteras de inversión por AFP y Fondo

Respecto a la primera modificación, la ampliación de la banda responde a la intención de facilitar la entrada de competidores a esta industria. Esto se debe a que cuando una AFP recién entra al mercado con cinco Fondos relativamente pequeños, su capacidad de tener un desempeño similar al del resto de las Administradoras está sujeto a un riesgo mayor. Existe la posibilidad de tener retornos significativamente mayores o menores en un mes en particular y esta volatilidad puede dificultar el ingreso de nuevas Administradoras. A su vez, respecto a quienes se afilien a esta nueva Administradoras y se vean enfrentados a esta mayor volatilidad de sus fondos, esto debería ser por un período acotado, teniendo un impacto eventualmente nulo sobre sus pensiones. En el caso de los trabajadores que han sido asignados, de acuerdo al proceso descrito en el capítulo 3, sus comisiones son menores por definición por lo que se ven beneficiados de un menor costo y al ser sus fondos muy pequeños y tener un horizonte de inversión largo, la eventual mayor volatilidad tiene un impacto relativamente menor comparado con el beneficio de menor costo. A su vez, existe siempre la posibilidad de cambiarse de AFP una vez cumplido el plazo de 24 meses, siendo lo mismo válido para todos los afiliados que libremente se hubiesen cambiado a una AFP entrante al mercado.

En cuanto a la eliminación de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad esta medida se adoptó para motivar la competencia entre las Administradoras por mejores rentabilidades y evitar posibles transferencias de riqueza entre los afiliados. Esta Reserva, como se mencionó en el diagnóstico, llevaba a que la Administradora que tuviese un desempeño mejor que el promedio no reflejara este buen desempeño en su rentabilidad y que incluso tuviera un impacto negativo sobre este indicador al constituirse en reserva. Por lo tanto, no existía un beneficio para la Administradora producto de este buen desempeño, sino

que más bien un costo. Por otro lado, para los afiliados esto tampoco se traducía en un beneficio e incluso podía implicar transferencias de riqueza ya que sólo se podía hacer uso de la reserva en caso de caída bajo la rentabilidad mínima pudiendo beneficiar esto a otros afiliados y no necesariamente los mismos que se encontraban en la Administradora al momento de constituirse la reserva.

Por último, el retraso en la publicación detallada de la cartera de las AFP por Fondo a cuatro meses también apunta en la dirección de imprimir mayor competencia en la industria por lograr mejores rentabilidades. Esto se consigue al dar mayor valor a las decisiones de inversión de las Administradoras resguardando su confidencialidad por un período mínimo. De esta forma las Administradoras tendrían un mayor incentivo en invertir en encontrar mejores oportunidades de inversión. Esto tiene una lógica similar a la de las “patentes”, difícilmente tendríamos innovación si esa innovación no recibe una retribución que justifique el haber invertido en ella. Con todo, se resguarda la transparencia en la información mediante la publicación detallada a nivel de sistema por una parte y con un nivel de agregación mayor para el caso de la información por AFP más reciente. A su vez, después de cuatro meses se publica el detalle que hoy esta disponible con un rezago de 15 días.

4.3.- Resultados esperados

La reciente reforma de pensiones representa uno de los principales hitos en las reformas a la regulación financiera de los fondos de pensiones. El paso desde un esquema de regulación relativamente rígido, hacia uno nuevo dotado de una institucionalidad regulatoria que incluye balances y contrapesos (e.g., consejo técnico de inversiones) es claramente un avance en la dirección de otorgar la necesaria flexibilidad que se requiere para que las inversiones de los fondos de pensiones puedan aprovechar las oportunidades existentes en el mercado, con los debidos resguardos y la correspondiente difusión de los cambios que puedan experimentar las políticas de inversión en el futuro.

También es destacable la posibilidad que se le entrega al Régimen de Inversión de poder establecer métricas de riesgo distintas de los tradicionales límites de inversión cuantitativos. Esto abre la puerta para el uso de instrumentos más apropiados a la naturaleza de la administración de fondos y a los fines del sistema de pensiones.

Las citadas modificaciones ayudarán igualmente a reforzar los deberes fiduciarios a que se encuentran sujetos aquellos que administran recursos de terceros, al contar ahora las AFP con una estructura administrativa más acorde a la naturaleza de sus obligaciones y a los potenciales conflictos de intereses que pudieran surgir.

A su vez, también es esperable que estos mayores grados de flexibilidad contribuyan a un mayor desarrollo del mercado de capitales en Chile, lo que a su vez tendrá un impacto positivo en el desempeño de los fondos de pensiones en particular, y en la economía en general.