

PARTE VIII

REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE INVERSIONES

PRIMER EXPOSITOR: SR. FRITZ DU BOIS⁴⁶

Quiero, ante todo, agradecer a los organizadores del evento la oportunidad de poder compartir con ustedes algunas ideas sobre cómo creemos, al menos en el Instituto Peruano de Economía, que debería ser parte del manejo de la regulación de inversiones en los fondos privados de pensiones. Cabe indicar que este tema ha estado recientemente en el debate público del Perú, por lo que nos encontramos ante un asunto de bastante actualidad, al menos para la parte peruana de este seminario.

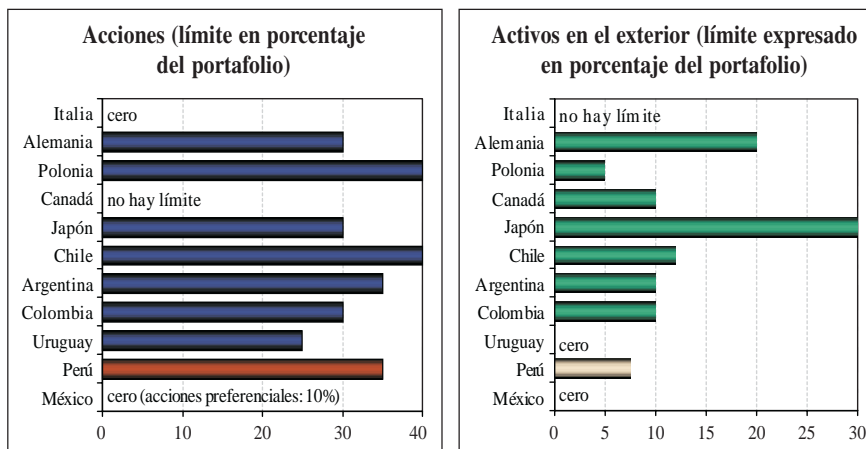
En general, si uno observa la experiencia de las regulaciones de los fondos de pensiones, creo que son dos los aspectos que permanentemente están en discusión: en primer término, qué porcentaje debe tener, en líneas generales, un fondo de pensiones de renta variable. Cuando uno ve qué es la renta fija, la situación es relativamente similar; donde sí existen grandes discrepancias es en los límites que se deben imponer a la participación de la renta variable en los fondos de pensiones y, en segundo término, una cuestión que es de vital trascendencia para las economías en desarrollo, que en general no se aborda en el mundo desarrollado: cuánto debe invertirse en el exterior. Cuando uno habla de economías desarrolladas, el concepto de frontera financiera prácticamente no existe; sin embargo, se sigue debatiendo mucho aún en muchas de nuestras economías.

Como puede apreciarse en el gráfico 1, que corresponde a un trabajo que realizó recientemente el Banco Mundial, la diferencia entre los límites que se imponen en los diversos países es realmente significativa, por lo que uno no encuentra un patrón relativamente estándar entre los países en cuanto a los límites que se imponen, tanto en renta variable como en activos en el exterior. Lo que uno sí encuentra, en la mayoría de casos, es que existe una gran amplitud entre la utilización de esos límites y los límites

⁴⁶ Egresado de la Universidad Católica de Lima en Letras y Humanidades, estudios en Administración de Negocios en el Politécnico de Londres, Inglaterra. Actualmente se desempeña como Gerente del Instituto Peruano de Economía y es miembro del directorio de AFP Integra, Sipesa, Corporación Financiera de Inversiones, Mapfre Perú Vida, Interinvest y JJC Contratistas Generales S.A.

Gráfico 1

LÍMITES A LA CARTERA DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL MUNDO



Fuente: World Bank, “Portfolio Limits: Pension Investment Restrictions Compromise Fund Performance”, en *World Bank Pension Reform Primer*.

en sí mismos. Son pocos los países que usan un porcentaje alto de límites, es decir, que se encuentran casi en su máximo nivel, tanto en los casos de rentas variables como en los de los activos en el exterior.

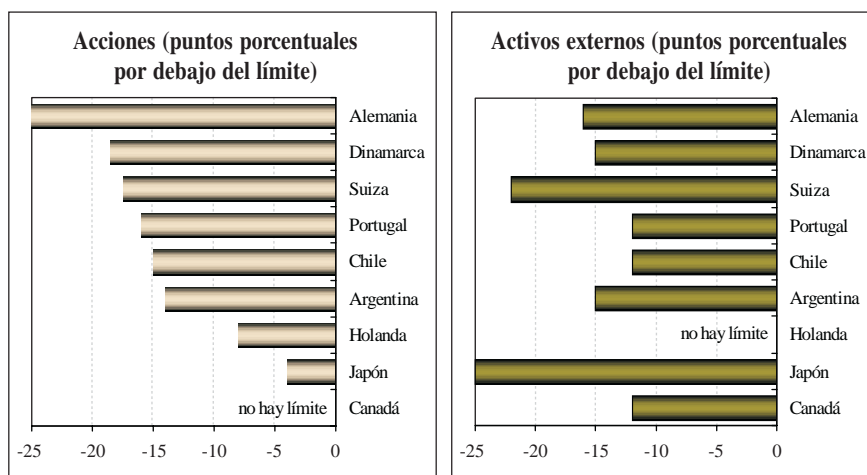
En líneas generales, si se empieza a buscar un común denominador en estos países en cuanto a la gestión de los fondos de pensiones, aquel está dado por la amplitud de los límites (véase el gráfico 2); o sea, que los límites rara vez constituyen un impedimento a la gestión de una cartera adecuada del gerente de inversiones en estos países.

Lamentablemente, a medida que uno va descendiendo en el grado de desarrollo de la economía, encuentra que el límite es cada vez más ajustado. Lo que equivale a decir que la tendencia a una regulación bastante más estricta o bastante más limitativa, en lo que respecta a los grandes sectores de inversión, parece guardar una relación directa con el grado de desarrollo de las economías de los países.

En el sistema privado de pensiones peruano siempre hemos tratado de buscar un punto de referencia, es decir, la experiencia de un país cercano. Evidentemente, Chile, el primer país que puso en práctica el sistema, es el primero que nos viene a la mente. En Chile, durante un período cercano a los veinte años, rara vez ha habido un techo estrecho, en materia de límites, tanto en renta variable como en activos en el exterior. Es decir, que, por lo general, se ha contado con un margen bastante cómodo entre el límite que se imponía al sistema y lo que el sistema efectivamente invertía, tanto en renta variable como en activos en el exterior. Evidentemente, la introducción ahora de nuevos esquemas, como los multifondos, posiblemente van a incrementar aún más las

Gráfico 2

CARTERA EFECTIVA VERSUS LÍMITES IMPUESTOS



Fuente: *World Bank Pension Reform Primer*, OECD.

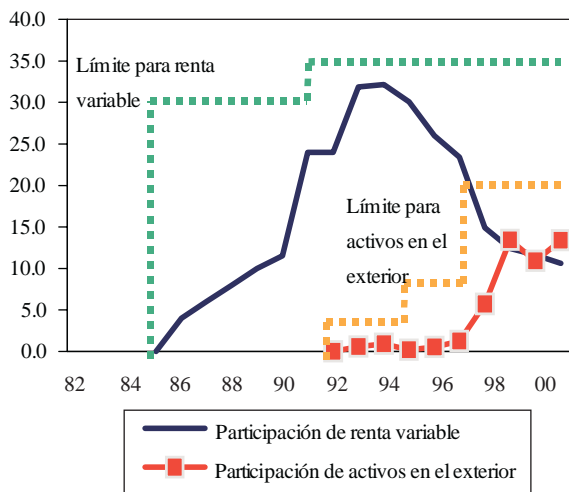
inversiones en el exterior, pero nuevamente se observa que existe un límite cómodo. Es decir, que en ningún momento hemos visto que haya existido, al menos no en períodos significativos de tiempo, una estrechez en lo que respecta al límite frente a la necesidad efectiva del inversionista. Por lo tanto, vemos que la amplitud parece haber sido la norma en la regulación de las inversiones, en los últimos 16 ó 18 años, en el caso de Chile (véase el gráfico 3).

Cuando vemos la renta variable y el promedio sobre el porcentaje, se prueba nuevamente que las diferencias son significativas de país a país (véase el gráfico 4). Básicamente, uno ve las economías anglosajonas, que tienen una participación del 70 por ciento, del 80 por ciento o del 90 por ciento de los fondos de pensiones en renta variable y, como se apreciará más adelante, son también de los más rentables, los que han dado mayor rentabilidad a sus cotizantes, mientras que aún en otros países desarrollados –como Alemania e Italia– existe una aversión al riesgo en la renta variable, tendiéndose a concentrar las carteras excesivamente en la renta fija. Aquí, al menos países latinoamericanos, como Perú, Chile y otros, se encuentran relativamente dentro del promedio y no parece darse ni un exceso de participación en renta variable, ni una estrechez significativa, una limitación significativa de las carteras.

Pero a la hora de tratar de definir cuál debería ser la política que habría de seguirse respecto de los límites, creo que también es importante volver hacia atrás para ver qué rentabilidad han obtenido los cotizantes al sistema de AFP en los diversos países y cómo se relaciona esa rentabilidad con los límites que les imponían las autoridades.

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LOS LÍMITES Y COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DEL FONDO DE PENSIONES EN CHILE, 1984-2001
(en porcentaje)



Fuente: Superintendencia de AFP Chile.

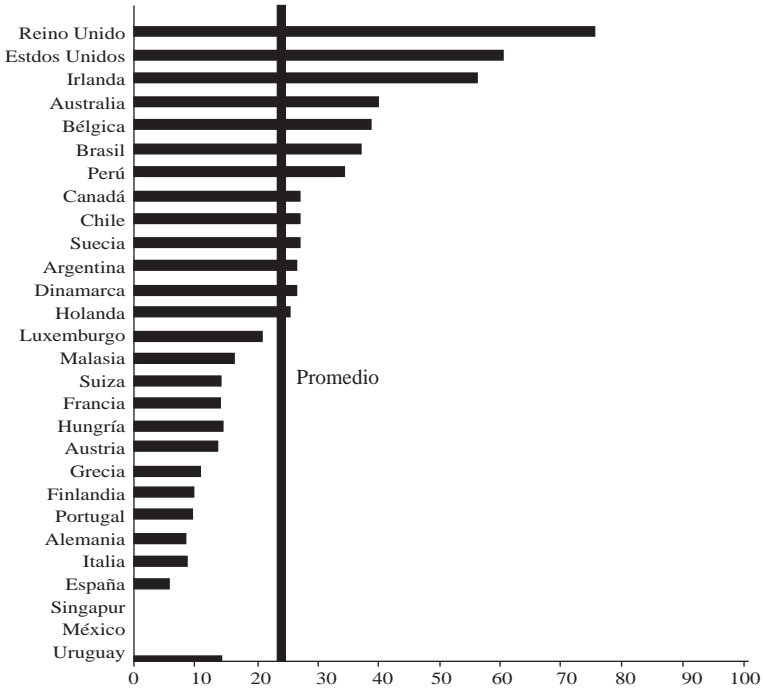
En líneas generales, se aprecia que los países con límites más holgados o con menos restricciones en las inversiones –Reino Unido, Irlanda, Estados Unidos, Holanda– tienen una rentabilidad bastante más alta que la rentabilidad que presentan países con mayores restricciones en esos límites (véase el gráfico 5). Ahora bien, a la hora de tratar de encontrar un denominador, una justificación para ello, ya no resulta tan fácil. Evidentemente, los mercados de valores en Estados Unidos y en el Reino Unido han sido bastante más rentables, en la última década, que la mayoría de los mercados de valores del mundo. Han tenido una intensa actividad y han tenido unas economías que han crecido a tasas bastante más aceleradas que las de la mayoría de los países.

Sin embargo, el hecho real es que tenemos ahí una rentabilidad claramente superior, hay promedios de más del 9 por ciento frente a una rentabilidad del orden del 6 por ciento en los países con restricciones. Entonces uno, al final, tiene que sacar la lección de que excesivas restricciones en la gestión de un gerente profesional de inversiones, tarde o temprano, acaban afectando la rentabilidad de largo plazo de ese fondo de pensiones. O, mirándolo desde el punto de vista del cotizante y no del analista, ¿por qué el cotizante va a pagar a una AFP, si esa AFP no va a poder hacer uso total de su capacidad de análisis y de definición de las inversiones, viéndose restringida por una autoridad regulatoria?

Creo que la lección que uno extrae de la rentabilidad de estas industrias –bastante más desarrolladas, dicho sea de paso, que las nuestras en materia de gestión de fondos

Gráfico 4

RENTA VARIABLE COMO PORCENTAJE DE LA CARTERA
DEL FONDO DE PENSIONES



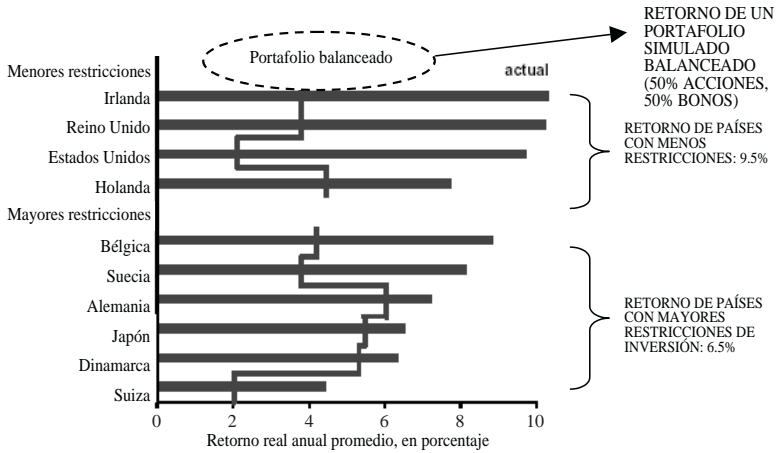
Fuente: Banco Mundial.

privados de pensiones– es que, a mayor limitación, menor rentabilidad y considero que ese no debería ser, realmente, el objetivo regulador.

Más aún, ya adentrándonos en los problemas específicos de nuestros países, tropezamos con serios problemas, a la hora de poder tener una rentabilidad adecuada que, como hemos visto, la da una mayor participación en renta variable dentro de la cartera cuando tenemos mercados de capitales tan restringidos, incluso en el caso de la bolsa de valores de Perú, que presenta una clara tendencia decreciente desde hace ya varios años. En general, en Sudamérica, el traslado a Nueva York de muchas acciones o el retiro de muchas empresas de servicios públicos de las bolsas de nuestros países han asestado un golpe casi mortal al nivel de capitalización de nuestras bolsas y, por consiguiente, la posibilidad de buscar una rentabilidad adecuada, ampliando los porcentajes de renta variable en nuestros países, es ciertamente limitada. Creo que, al menos en el caso peruano, no se ve, en el mediano plazo, que se vaya a producir un crecimiento significativo en los niveles de capitalización de la bolsa (véase el gráfico 6).

Gráfico 5

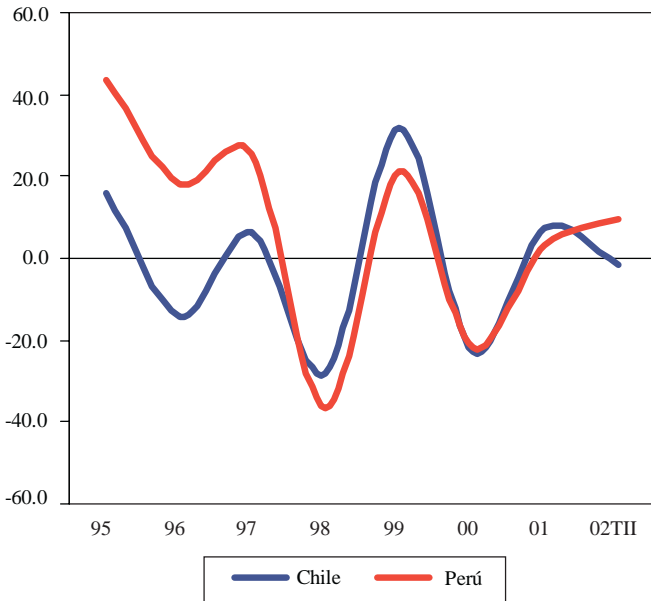
LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS CON MENORES RESTRICCIONES FUE MÁS ELEVADA DURANTE EL PERIODO 1984-1996



Fuente: Banco Mundial.

Gráfico 6

CHILE Y PERÚ: CAPITALIZACIÓN DE LAS BOLSAS DE SANTIAGO Y LIMA, 1995-2002

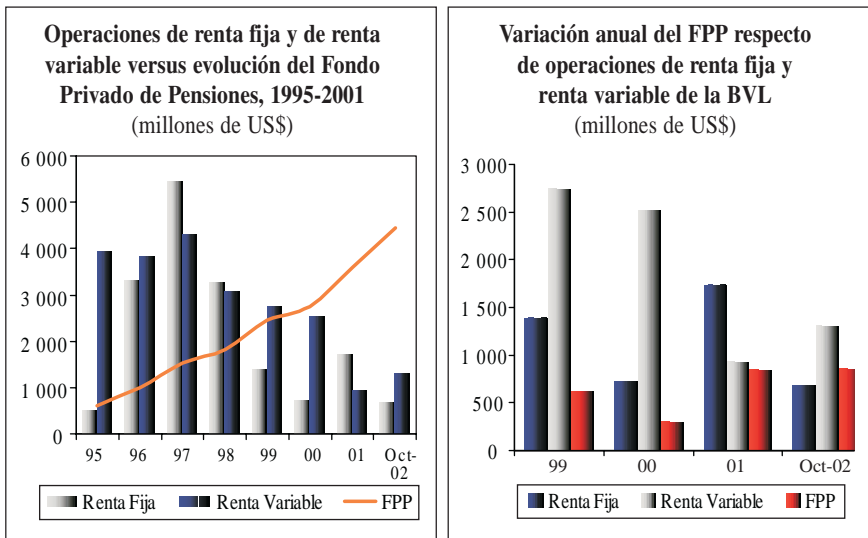


Fuente: Anuario 2002 de la Fed, Interamericana de Bolsas de Valores, BVL.

Esto nos lleva a que, si queremos buscar una mayor rentabilidad, tenemos que mirar necesariamente al exterior como la única fuente de crecimiento en economías relativamente pequeñas y hay que tener mucho cuidado en no acabar convirtiendo la regulación en una verdadera camisa de fuerza. En el caso peruano, ya está empezando a ocurrir. Si uno ve el volumen de crecimiento anual del fondo privado de pensiones y lo compara con el total de transacciones, tanto en renta fija como en renta variable en la Bolsa de Valores de Lima, encuentra que, para el presente año, el crecimiento del fondo de pensiones es prácticamente equivalente a la tercera parte del total de las operaciones de la bolsa (véase el gráfico 7). Corremos el riesgo de convertirnos prácticamente en propietarios de todas las operaciones de la bolsa, es decir, que en el caso peruano el sistema privado de pensiones creció con bastante más rapidez que el mercado de capitales, que la bolsa de valores, a los que ya superó.

Es decir, que ya hoy en día tenemos un bebé bastante maduro en el tema del sistema privado de pensiones y un bebé aún inmaduro en el mercado de capitales, y si no logramos de alguna manera que apunte a una mayor rentabilidad –creo que en este caso el exterior es prácticamente la única salida para tal efecto–, corremos el riesgo de que no sólo se vea afectada la rentabilidad del sistema, sino que incluso se obstruya el desarrollo del mercado de capitales. Es difícil pensar en un desarrollo sano de un mercado de capitales si cuatro o cinco inversionistas van a representar el 30 por ciento o el 40 por ciento del total de las operaciones, con lo cual nunca se va a desarrollar ese mercado.

Gráfico 7
PERÚ



Fuente: BVL, BCRP.

Considero que aquí estamos entrando a un círculo vicioso. El éxito del sistema privado de pensiones frente al decepcionante comportamiento del mercado de capitales nos lleva a una situación en la que, si no se logran liberar recursos para su inversión en el exterior, se corre el riesgo de una pérdida de rentabilidad y hasta de constituirse en un obstáculo al desarrollo del mercado interno. En Perú tenemos un sistema de doble regulación, somos excesivamente prudentes, al menos en el sistema privado de pensiones, ya que no lo somos en otras cosas y no se cuenta únicamente con la regulación de la Superintendencia, sino también con la regulación del Banco Central y esto ya ha comenzado a afectar a la flexibilidad, que debería tener un ente regulador, de poder tomar decisiones en función del interés de una industria determinada. Evidentemente, un Banco Central tiene otros intereses en mente, no sólo el interés de desarrollo de una industria.

Creo que, en el caso peruano, nuevamente ese exceso de cautela cuando se crean nuevos sistemas está empezando a convertirse en un cierto lastre, en un cierto peso, que está impidiendo el desarrollo de una gestión eficiente de las carteras. Y eventualmente, si bien este año no se ha visto afectada la rentabilidad, sí creo que a mediano plazo uno ve dificultades para poder seguir manteniendo las mismas tasas de rentabilidad que está logrando el sistema privado, en caso de que no se amplíen significativamente los límites, especialmente de inversión en el exterior.

Quiero terminar con una nota que habrá de asustar y suscitar una reflexión. El gran problema se presenta cuando el regulador tiene otros intereses en mente, cuando los límites son inflexibles, cuando un Estado concibe un fondo de pensiones no en el interés del cotizante –que aspira a una pensión decente al final de su vida laboral–, sino en función de políticas monetarias, fiscales, cambiarias u otras. Un ejemplo de esto es Argentina.

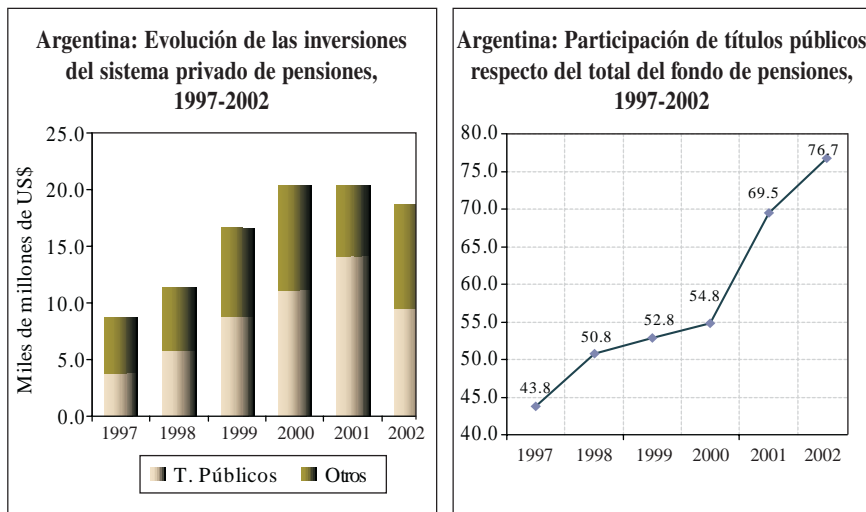
En Argentina se fijaban límites muy estrictos a la inversión en el exterior. Resultado: se tenía un botín para una política fiscal desenfadada. Resultado final: en la actualidad el 77 por ciento de la cartera de inversiones del sistema privado argentino está constituido por bonos del tesoro argentino y el valor de esos bonos –uno lo ve en el mercado– está claro que es cualquier cifra, menos el 100 por ciento (véase el gráfico 8).

Creo que hay una lección que aprender, una lección que tienen que aprender todos los países: cuando se introducen límites excesivos o cuando el sector público quiere, de alguna manera, adivinar el mercado, tarde o temprano se va a encontrar uno con una situación de exceso de liquidez en el sistema y ése es siempre un botín apetitoso para los gobiernos que tienen dificultades en disciplinarse fiscalmente.

No sé si alguien va a pasar factura a quién dirigió y a quién dirige la política fiscal de Argentina y que ha ocasionado a sus ciudadanos la pérdida de cinco o seis años de cotizaciones. Uno quisiera que esa lección fuese aprendida por los reguladores de otros países.

A fin de cuentas, creo que la lección principal que se extrae, al echar un vistazo a los últimos 20 años de gestión de fondos de pensiones privados en el mundo, es que en los países en los que no hay límites estrictos, en los que hay lineamientos, pero no exactamente límites puntuales muy bajos, la rentabilidad para los cotizantes es significativamente mayor y el riesgo de situaciones de pérdidas considerables en el valor de los fondos de pensiones disminuye significativamente.

Gráfico 8
ARGENTINA



Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (Argentina).

Deberíamos aprender a flexibilizar, y en pequeños mercados como el peruano el objetivo debe ser, necesariamente, porcentajes bastante considerables de inversiones en el exterior. Creo que no existe otra alternativa a este esquema. La experiencia de los últimos años nos lleva a tratar de evitar la tentación del modelo argentino y a tratar de asegurar que los fondos de pensiones no cuenten con excedentes significativos sin tener dónde colocarse en pequeños mercados de capitales.

SEGUNDO EXPOSITOR: SR. ROBERT PALACIOS⁴⁷

Muchas gracias por la oportunidad que se me brinda de discutir este tema de tanta relevancia. Centraré mis comentarios en la parte correspondiente a la regulación y no a la supervisión, y en particular en tres aspectos que, en mi opinión, son claves para cualquier sistema en el que haya, primero, una obligación de ahorrar a largo plazo y, después, una cotización definida.

⁴⁷ Licenciado en Relaciones Internacionales y Master en Ciencias Económicas de la Universidad de Delaware. En la actualidad, es economista especializado en pensiones del Departamento de Protección Social del Banco Mundial.

Límites versus persona prudente

Empezaremos con algo que se da casi por descontado: los límites de la cartera. Es de utilidad preguntarse: ¿por qué valerse de un límite de cartera?, puesto que la respuesta nos puede guiar de alguna manera en las decisiones sobre qué tipo de restricciones son apropiadas en diversos contextos específicos.

Existe en la actualidad un debate muy intenso en Europa, donde hay países que utilizan el concepto de “persona prudente” y otros que imponen los límites de la cartera, como hemos visto en la presentación anterior. Los países de “persona prudente” han tenido una mejor rentabilidad a largo plazo, y los que promueven esta forma de regulación observan que los planes tienen estructuras diferentes de sus pasivos y, por lo tanto, deberían tener una flexibilidad a la hora de escoger carteras distintas.

La OCDE, en sus principios de regulación de planes de pensiones, deja libertad para las dos posibilidades, pero en Europa, en particular, se hace cada vez más difícil tener restricciones en el contexto de la Unión Europea, puesto que se reconoce la necesidad de una libertad de movimiento de capitales. Se pueden discutir las ventajas de esta forma de regular las inversiones de las pensiones, pero se debe tener en cuenta que este debate se centra en sistemas voluntarios y de prestación definida, en un contexto legal muy distinto del que vemos en otros países.

Está claro que los sistemas de capitalización individual son de otra naturaleza, concretamente son de cotización definida y obligatorios, y eso tiene, para mí, dos importantes implicaciones. Primero, por ser obligatorio, existe un objetivo de política pública implícito de acumular fondos adecuados para producir una tasa de sustitución, suponiendo que hay una pensión mínima u otras garantías, como ocurre en muchos de nuestros países. También está el propósito de evitar que un agente racional abuse de la generosidad de la sociedad y elija inversiones muy arriesgadas, que maximicen el valor de lo que es equivalente a una opción. Para cumplir con tales objetivos, habrá de contarse con tener restricciones de cartera.

Otra razón para establecer restricciones es más de orden práctico. Un sistema obligatorio debe tener la mayor transparencia posible, dado que presenta una asimetría de información muy importante entre el individuo y el intermediario, que no existe en el caso de la prestación definida. La solución está dada por la valorización a precios de mercado fiable y frecuente. Ello implica que los instrumentos deben ser líquidos y han de funcionar en mercados creíbles. De modo que aunque la persona prudente, en posesión de mucha información, nos puede demostrar que invertir en una propiedad o en una compañía que no figura en la lista ofrezca una mejor diversificación, la realidad es que el supuesto de un costo cero en concepto de información es malo.

El caso extremo, en este sentido, es el de Australia. En efecto, un australiano puede asignarse a sí mismo un fondo de pensiones, donde actúa como fiduciario y puede escoger cualquier cartera que le interese. Los únicos límites son los de la inversión en sus propios negocios o en su propiedad, y la posibilidad también de que el supervisor lo obligue a probar que tiene una cartera prudente. Pero con miles de estos fondos de

pensiones particulares y con una definición de prudencia subjetiva, el sistema se torna de imposible supervisión en la práctica. Además, los reguladores han manifestado que quieren introducir límites y un mayor control de las inversiones. Surge con claridad que si este sistema se propone generar pensiones para la población en un cierto nivel relevante tendrá que fijar estos límites en algún momento.

Ahora bien, estos argumentos afectan específicamente a los sistemas obligatorios de cotización definida y nos sugieren que sí hay que tener límites y que éstos deben ser diferentes, dependiendo de dos factores: primero, los objetivos y la política pública en cuanto a la probabilidad de producir un rango de tasas de sustitución aceptable para la sociedad y evitar el riesgo moral que pudiera surgir de las garantías de pensión mínima; segundo, la disponibilidad de instrumentos líquidos o que se puedan valorar regularmente.

El segundo factor depende, a su vez, de la magnitud de los fondos respecto de la oferta de instrumentos nacionales en el supuesto de que una parte importante de éstos será invertida en la economía nacional y no en mercados externos, y volvemos a ese tema.

Multifondos (carteras múltiples)

Si aceptamos que un sistema de pensiones de cotización definida deba tener restricciones de cartera, y de hecho hay límites en todos los sistemas en esta región, nos preguntamos si estos límites se deben aplicar a todos los miembros bajo la forma de una cartera única, o si es conveniente tener carteras múltiples o multifondos, como dicen en Chile.

La ventaja más grande es la de escoger las carteras múltiples que, según se reconoce, respetan las preferencias de los miembros en cuanto a la combinación de riesgo/rentabilidad que están dispuestos a elegir. Hay que recordar ahora los factores que se han de tener en cuenta cuando establecemos los límites: los objetivos de la política pública y la transparencia. Esto indica que en países donde hay pocos activos líquidos y donde existe un límite a las inversiones extranjeras, la opción de los multifondos se encuentra limitada. Por ejemplo, si el número de acciones es muy limitado y, por lo tanto, hay un riesgo idiosincrático muy alto de tener una cartera centrada en acciones nacionales, es probable que dejar esta opción iría en contra de los objetivos del sistema.

En los países donde sí se dan las condiciones para los multifondos no es necesario ofrecer un número infinito de opciones. Por razones prácticas de transparencia y facilidad de supervisión, varios países han llegado a la conclusión de que un número de cuatro a cinco opciones es suficiente para dar la flexibilidad que necesitan los cotizantes.

En Estados Unidos, la ley requiere, implícitamente en los planes 401-K, cuatro opciones, y el promedio que ofrecen los empleadores es de 11 y hay quienes ofrecen hasta 20 ó 30, lo que me parece exagerado. Pero en una propuesta que se hizo para un sistema obligatorio de capitalización en ese país se habló de tres a cuatro opciones de

cartera, contenidas en el plan de cotizaciones definidas para los empleados públicos de Estados Unidos.

En Hong Kong el empleador tiene que ofrecer cuatro opciones, incluido el fondo de bonos a corto plazo, que en Hong Kong funciona como la garantía, porque, si se invierte ahí toda la vida, no hay riesgo de perder el principal; pero, en cambio, la rentabilidad es muy baja. No hay otro tipo de garantía en Hong Kong.

En Australia están a punto de aplicar una ley que obliga al empleador a ofrecer, como mínimo, cuatro opciones. En este momento, carecen de este mínimo y hay empleadores que escogen la cartera para sus empleados, que no tienen la posibilidad de expresar sus preferencias, pero esto va a cambiar ahora, exigiéndose cuatro.

En Chile, como sabemos, son cinco esas opciones.

Para concluir con el punto relativo a los multifondos, creo que, con las condiciones vigentes en estos países, es recomendable la decisión de ofrecer entre cuatro y cinco carteras, que van desde una concentración en rentas variables a una concentración en renta fija.

¿Qué tipos de límites?

Pero ahora volvamos a la pregunta sobre qué tipo de límites, ya reconociendo que los límites no implican una cartera única. Cuando las condiciones existen para dar más opciones y con pocas opciones que representan el espectro de combinaciones riesgo/rentabilidad aceptables dados los objetivos del sistema, es posible mejorar ese sistema desde el punto de vista del afiliado.

Límites en activos domésticos

Empezamos con el límite de emisor. Creo que esto ha supuesto el reconocimiento de los problemas de la autoinversión, aun en países que han tenido históricamente un sistema de reservas importantes, como Japón, Corea y Alemania. La OCDE ha reconocido este punto en el Principio 5 de la buena práctica de los planes de pensiones. Hay argumentos basados en la diversificación. Pero quizás la razón más importante de los límites por emisor es el objetivo de evitar los conflictos de intereses. Creo que son pocos los países en los que la probabilidad de tener un problema en este terreno no sea alta en razón de la concentración del poder económico en algunos grupos.

En segundo lugar también queda claro que debe existir una prohibición de la inversión en activos que no tienen la liquidez necesaria para establecer precios claros con mayor frecuencia en un mercado regulado.

El tercer punto, donde creo que hay mucho consenso, es que no deberíamos repetir los errores de los sistemas que estamos reemplazando. En un documento que escribí junto a Augusto Iglesias hace dos años, estudiamos el comportamiento de 25

fondos públicos que tenían reservas, y el defecto más habitual era que usaban los fondos para financiar los déficit fiscales. Esto tiene dos efectos: primero, el más evidente, una rentabilidad baja para el fondo; el segundo, menos obvio, un efecto de falta de ahorro que determina que el ahorro forzado probablemente se convierta en un aumento de consumo público.

Los límites de los demás instrumentos que existen en el mercado nacional deben fijarse a base de los objetivos de la política pública ya mencionados, de rangos y tasas de sustitución y la probabilidad de aportar una garantía estatal, con el riesgo moral que esto implica.

Ciertamente, los límites deben ser máximos y no mínimos, como tienen algunos países europeos, y la suma de los máximos tiene que dejar alguna flexibilidad.

Ocurre que resulta muy difícil seguir estos lineamientos en muchos países. Sencillamente, no existe una oferta suficiente en los mercados de capitales. En el gráfico 1 se pone de manifiesto la relación entre los fondos de pensiones de algunos países y el valor trasladado a sus bolsas de valores. Hay países que no aparecen porque no tienen bolsas.

Límites en activos extranjeros

En el gráfico 2 se aprecia que en Estados Unidos casi no se ve la barra, puesto que, si se consideran los activos, los fondos de pensiones en porcentaje del PIB se acercan al 80 por ciento, pero, si se lo compara con el valor que se traslada cada año a la bolsa, se obtiene menos del 0.5 por ciento. Otro tanto puede decirse de Suiza, de Holanda y del Reino Unido, donde los fondos de pensiones son los más grandes del mundo, el 80 por ciento y el 100 por ciento del PIB, pero la liquidez del mercado es tan alta, que esta relación se ve muy baja. Mientras que en los países que han reformado el sistema en esta región la relación es mucho más alta y va a ser más alta aún en el futuro, porque muchos de ellos han empezado muy recientemente.

En algunas naciones se puede pensar en un aumento importante de la oferta, que coincide con el aumento de la demanda de los nuevos fondos de pensiones. Tal es el caso, por ejemplo, de la India, donde se encuentra una bolsa de valores relativamente eficiente y una cantidad muy significativa de empresas del Estado que han decidido privatizar. Hasta cierto punto ello está sucediendo en Polonia hoy en día. De este modo, con reformas paralelas, como en el caso de Chile, puede tener lugar una sinergia muy beneficiosa y creo que poco a poco estamos recogiendo la evidencia empírica y teórica de este efecto positivo.

Pero aún en el caso de Chile, entiendo que la introducción de multifondos y la posible concentración de las carteras de los individuos que escogerían una proporción de renta variable más alta incentiva una expansión del 20 al 30 por ciento al límite de inversiones extranjeras y esto nos lleva al próximo tema, al otro límite importante, el límite geográfico.

Gráfico 1
LA OFERTA DOMÉSTICA LIMITADA

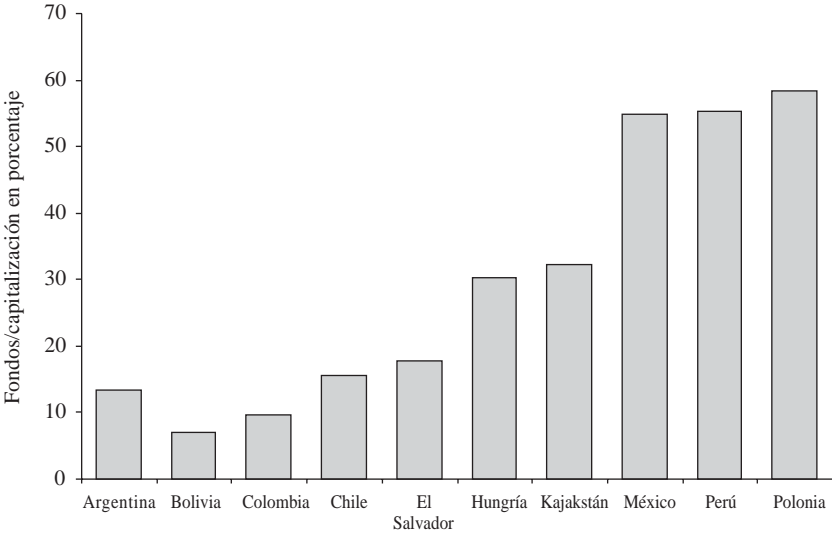
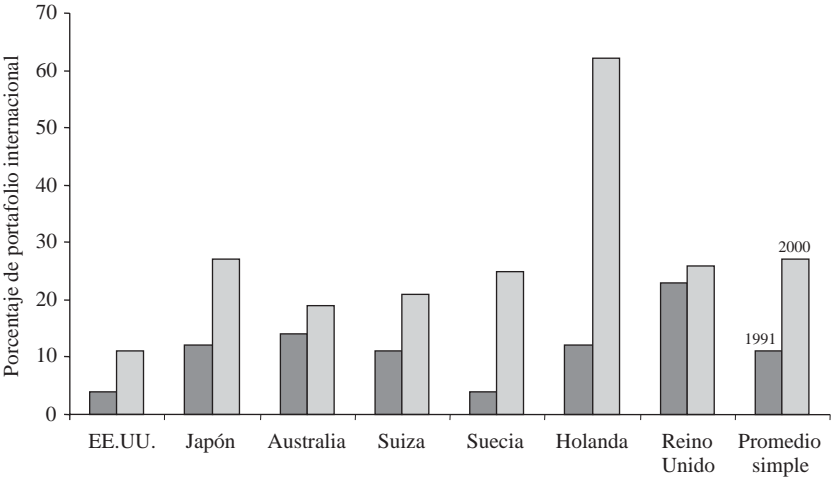


Gráfico 2
TENDENCIA DE INVERSIÓN EXTRANJERA



Sabemos que con la inversión extranjera podemos dar a los trabajadores la oportunidad de acercarse más a la frontera eficiente de riesgo/rentabilidad y así evitar lo que está haciendo el uno por ciento más rico de todos estos países: tener dinero fuera

del país, pero también es necesario hacerlo si queremos respetar los lineamientos que mencionaba antes frente a las limitaciones de oferta de los mercados de capitales nacionales.

Hay argumentos interesantes para fijar límites a la inversión extranjera. Por ejemplo, Martin Feldstein, en una ponencia en México, en septiembre, planteó la ventaja de usar derivados para obtener los beneficios de diversificación internacional sin tener que invertir fuera. El argumento era el siguiente: una inversión en una compañía nacional es mejor por el hecho de que produce ingresos mediante impuestos corporativos, lo que no se da en el caso de una inversión en la Bolsa de Nueva York. Un argumento interesante, pero que, a mi modo de ver, no resuelve el problema ya mencionado de tener una oferta de instrumentos nacionales y, peor aún, a mi juicio, no tiene en cuenta los beneficios de la inversión extranjera en términos de los posibles conflictos de intereses del Gobierno.

Pero quizás la presión más fuerte de no invertir en el exterior es de orden político. Hace pocos años, los sindicatos de Canadá se opusieron a un aumento del límite de la inversión extranjera del 10 por ciento al 30 por ciento, porque pensaban que esos fondos debían ser canalizados hacia la industria nacional y crear empleo. Si esto puede suceder en un país con una relación capital/trabajo tan alta como Canadá, ya podemos imaginar la resistencia que puede darse en los países de medianos ingresos o en los países pobres.

Leyendo varios borradores de los Principios de Buena Práctica para la Inversión de Planes de Pensiones de la OCDE, reparaba en que habían cambiado la frase “promover la inversión internacional” por la frase “permitir la inversión internacional”. Ello se debe a que la OCDE tiene que producir un documento de consenso y éste es, sin duda, un punto que es todavía muy controvertido.

Aun así, los fondos de pensiones en los países ricos van en esta dirección. En todas las naciones con fondos de pensiones importantes se observa un aumento significativo en las inversiones internacionales durante la última década. Aunque no dudo que se vaya en esa dirección, sobre todo por razones políticas, no creo que los sistemas de capitalización individual –con algunas excepciones, como Hong Kong– dejen que la mayor parte de los fondos se inviertan fuera del país. Lo que sí podemos hacer es tratar de educar a los afiliados sobre las ventajas y crear alguna forma de medición de la necesidad de una inversión extranjera basada en indicadores objetivos, comenzando por el riesgo país que se observa en los bonos soberanos y la comparación cuantitativa entre los activos del sistema y la oferta de instrumentos calificados en el mercado interno.

Conclusiones

- *Deberíamos tener límites, puesto que son necesarios*

Pero deben estar basados en objetivos explícitos de política pública y cuantificados hasta un punto posible. Aquí estoy hablando, por ejemplo, de un abanico

de posibilidades, dada la evidencia histórica de dos desviaciones estándar de una variación de la tasa de sustitución.

También podemos decir que deben tomarse en consideración las limitaciones del mercado doméstico. Este es el otro factor, y se producirá una evolución en el tiempo con los grandes cambios que se impriman a esos dos factores.

- *¿Carteras múltiples?*

Sí. Creo que es una buena idea y que en el futuro todos irán en esa dirección, pero bajo las condiciones adecuadas y con opciones limitadas en un sistema obligatorio. Obviamente, en un sistema voluntario se dan todas las opciones posibles de carteras múltiples, pero en un sistema obligatorio, por los efectos que mencionaba, las opciones tienen que ser limitadas, también en aras de una facilidad de supervisión.

- *Restricciones a la inversión extranjera*

En general, creo que hay que subir los límites hasta un nivel posible y crear índices objetivos y cuantitativos para establecer la necesidad de invertir fuera. Por ejemplo, podemos imaginar una relación inversa entre el riesgo que se mide por el grado de difusión de los bonos soberanos en un país y el máximo que se impone en los límites de las carteras para las AFP.

TERCER EXPOSITOR: SR. ALEJANDRO FERREIRO YAZIGI⁴⁸

El sistema chileno tiene 21 años y en todo este tiempo se le han introducido 36 modificaciones legales, 16 de las cuales han tenido lugar en democracia. La mayoría de estas reformas versaron sobre el tema de inversiones, en una tendencia permanente hacia una mayor liberalización. Se comienza en Chile con una cartera circunscrita fundamentalmente a títulos estatales y otros instrumentos de renta fija o intermediación financiera, para avanzar en el tiempo hacia la introducción de inversión en títulos de renta variable y emitidos en el extranjero. La ley que introdujo los multifondos amplió también el universo de títulos elegibles en el extranjero y expandió el límite de inversión en el extranjero hasta el 30 por ciento de los fondos administrados por cada AFP. En consecuencia, la historia reguladora chilena muestra una evolución permanente hacia

⁴⁸ Abogado y licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad de Chile, Master of Arts de la Universidad de Notre Dame. En la actualidad es Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones en Chile y Presidente de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS). Además, es Presidente de la Comisión Clasificadora de Riesgos en Chile e integrante de la Comisión Asesora Presidencial para la Protección de los Derechos de las Personas.

mayores grados de apertura y liberalización de las inversiones de las AFP. Lo anterior revela también que el análisis de las inversiones de los fondos de pensiones es necesariamente dinámico, puesto que las necesidades y posibilidades de inversión evolucionan en el tiempo. El tamaño relativo de los fondos de pensiones en la economía local, así como el grado de desarrollo de su mercado de capitales van determinando necesidades permanentes de adaptación en la búsqueda de las mejores posibilidades de inversión para los fondos de pensiones.

Sin embargo, una de las paradojas de este avance legislativo es que cuando uno conversa con algunos parlamentarios sobre este tema, dicen algo así como: “Bueno, ¿cuándo vamos a discutir los temas de fondo? ¿Cuándo vamos a discutir los temas que realmente importan?” Detrás de esta declaración, existe una presunción, fundamentalmente errónea a la luz de las cifras, según la cual el régimen de inversión sería una suerte de tema secundario en el ámbito de la regulación de los sistemas de pensiones. Sería un tema marginal, un tema lejano, árido, técnico. Para algunos, en el extremo, sería una materia que convendría a las administradoras y no al fondo de pensiones.

Esa es una de las cuestiones que más llama la atención, porque incluso en el debate político el foco de la atención parece centrarse en los temas relativos a los costos y no en los temas de inversión y cómo maximizar el rendimiento y minimizar el riesgo de las carteras. Sin embargo, si las prioridades se ordenasen según el impacto que estos asuntos tienen en la pensión futura, la visión debería ser bastante diferente.

En efecto, esta presunción de cierta “secundariedad” del tema de las inversiones es fundamentalmente errónea y paradójica si el criterio ordenador es el impacto potencial en la pensión futura. Desde tal perspectiva, resulta innegable la relevancia de un régimen de inversiones que maximice la rentabilidad en el largo plazo. Así, como se observa en el cuadro 1, si en el caso chileno las comisiones se redujeran al punto de que sólo financiaran los gastos operacionales, excluyendo toda utilidad para las AFP, la eventual devolución de la rebaja de las comisiones al fondo equivaldría a una mayor pensión que oscilaría, según los escenarios, entre un 4.3 y un 9 por ciento.

Éste es ciertamente un caso extremo, puesto que supone trasladar al fondo de pensiones el equivalente de todas las utilidades percibidas, y no sólo el de aquellas que podrían considerarse excesivas. Ahora bien, si lo que se adiciona al fondo es el equivalente del exceso de comisiones respecto de aquellas necesarias para obtener una rentabilidad patrimonial del 15 por ciento, los efectos sobre la pensión futura son más modestos.⁴⁹ En el cuadro 2 se pone de manifiesto este punto.

⁴⁹ Para efectos de este cálculo se entenderá por “exceso de utilidad” la diferencia entre la utilidad total proyectada del año 2002 y aquella necesaria para que las AFP en conjunto obtengan un ROE de 15 por ciento. Durante el año 2002, se estima que el exceso de utilidad de las AFP alcanzó a M\$ 41 391 526, mientras que el fondo administrado en promedio alcanzó a MM\$ 24 698 388.31. Entonces el exceso de utilidad total expresada como porcentaje del Fondo de Pensiones alcanzó a 0.17 por ciento del valor del fondo.

Cuadro 1
EFFECTO DE INCORPORAR EL TOTAL DE LA RENTABILIDAD
DE LAS AFP AL FONDO

	Rentabilidad del Fondo (porcentaje)	Rentabilidad Fondo más utilidad AFP (porcentaje)	Saldo CCI (pesos)	Saldo CCI más utilidad AFP (pesos)	Variación (porcentaje)
20 años de cotización	5	5.40	3 967.91	4 138.11	4.29
	7	7.40	4 919.46	5 137.51	4.43
30 años de cotización	5	5.40	7 972.66	8 536.68	7.07
	7	7.40	11 335.29	12 175.92	7.42
35 años de cotización	5	5.40	10 838.44	11 770.57	8.60
	7	7.40	16 588.43	18 091.29	9.06

Notas:

- a) Asume un afiliado con una renta de \$ 100 al mes que cotiza \$ 120 al año.
b) Se asume que la utilidad total de las AFP se incorpora como rentabilidad a Fondos de Pensiones.

Cuadro 2
EFFECTO DE INCORPORAR A LA RENTABILIDAD DEL FONDO
EL EXCESO DE UTILIDAD DE LAS AFP

	Rentabilidad del Fondo (porcentaje)	Rentabilidad Fondo más utilidad AFP (porcentaje)	Saldo CCI (pesos)	Saldo CCI más utilidad AFP (pesos)	Variación (porcentaje)
20 años de cotización	5	5.17	3 967.91	4 038.92	1.79
	7	7.17	4 919.46	5 010.43	1.85
30 años de cotización	5	5.17	7 972.66	8 205.95	2.93
	7	7.17	11 335.29	11 682.89	3.07
35 años de cotización	5	5.17	10 838.44	11 222.25	3.54
	7	7.17	16 588.43	17 206.98	3.73

Nota:

- a) Asume un afiliado con una renta de \$ 100 al mes que cotiza \$ 120 al año.

En suma, y si se considera que lo que realmente está en juego en el tema de las comisiones es su eventual ajuste hacia niveles que reflejen mayor competencia por precio y que estén en consonancia con una rentabilidad patrimonial cercana al 15 por ciento, el efecto “pensión” de este debate no excede del 4 por ciento.

Si bien esta cifra no es para nada despreciable, sí resulta evidente y significativamente inferior a las diferencias de rentabilidad que pueden observarse en regímenes

que facilitan la conformación de carteras eficientes, respecto de aquellos que los someten a rigideces extremas o a la canalización forzada de recursos previsionales con fines políticos o de corto plazo que perjudican la rentabilidad de los fondos.

En efecto, si se logra generar un régimen de inversión que permita que la asignación de recursos se oriente exclusivamente a maximizar rentabilidad y minimizar riesgo, se pueden encontrar incrementos potenciales de la pensión extraordinariamente superiores a las cifras anteriores, llegando incluso a un 200 por ciento más de pensión.

¿Por qué lo digo? Porque el mismo estudio que citaba Robert Palacios y que desarrollara junto a Augusto Iglesias demuestra que la diferencia de rentabilidad entre la administración pública de fondos de pensiones y la administración privada de fondos de pensiones, en una comparación de una treintena de casos, llegaba hasta cuatro puntos porcentuales anuales. Proyecten ustedes, entonces, 4 puntos de rentabilidad anual en 30 años y van a llegar a pensiones que casi triplican la situación a la que se podía llegar bajo un régimen de inversión rígida restrictiva. Esta comparación entre administración pública y administración privada de fondos de pensiones, lo que en verdad contrasta no es la capacidad o solvencia profesional de quienes se desempeñan en uno u otro ámbito, sino la estructura de los incentivos y los objetivos finales que se fijan en cada caso. En el caso de la administración privada debidamente regulada, el objetivo preferente, si no exclusivo, ha de ser la búsqueda eficiente de rentabilidad y la seguridad de las inversiones. Es ésta la única exigencia legal en consonancia con el alto costo de la oportunidad que para muchos trabajadores, especialmente los de bajos ingresos, supone destinar parte de sus salarios al ahorro previsional. En efecto, si el Estado obliga a cotizar, lo menos que puede hacer es garantizar que tales cotizaciones sean invertidas de un modo óptimo y en exclusivo beneficio de la finalidad que fundamenta la cotización obligatoria, esto es, la pensión futura.

Lo que el estudio de Iglesias y Palacios muestra es que la inversión que los agentes públicos realizan de los fondos de pensiones tiende a otros objetivos. Bajo el argumento, a veces persuasivo, de fomentar actividades que favorezcan el desarrollo nacional, la generación de empleo u otras actividades de alta “rentabilidad social”, casi inevitablemente se deriva hacia una transferencia de riqueza desde los fondos de pensiones hacia los receptores de una financiación que rara vez satisface las exigencias de riesgo/rentabilidad que en general se exige a toda inversión. Más grave aún, y son demasiadas las pruebas, es el hecho de que las inversiones no siempre persiguen objetivos que efectivamente pudiesen tenerse como socialmente rentables y suelen ser captadas para la financiación del gasto corriente del Estado por la vía de forzar o inducir la compra de títulos de la deuda pública.

En consecuencia, quisiera ser sumamente enfático en subrayar la centralidad del régimen de inversiones, asunto que no siempre ha recibido en el debate político y social la atención que merece. Es más, muchos de los que argumentan con firmeza en contra de los costos de la industria invocando el beneficio potencial para los pensionados es poco lo que dicen e incluso tienen discursos contradictorios con los intereses de los pensionados en el ámbito del régimen de inversiones.

Hay que referirse ahora a cuatro capítulos relativos al tema que nos ocupa: asignación de inversiones por parte de las administradoras, normas de gobierno corporativo, regulación del conflicto de intereses y otras normas de resguardo.

Asignación de inversiones por las administradoras

En primer lugar, el objetivo en materia de asignación de inversiones debiera ser una amplia libertad para estructurar las carteras de inversión, velando siempre por una adecuada diversificación, de modo de optimizar su rentabilidad, minimizar su riesgo, evitando finalmente que las inversiones se orienten a objetivos distintos de los anteriores.

Para tal efecto, el marco regulatorio debería contener, al menos, los siguientes elementos:

- autorización amplia de instrumentos genéricos que cumplan determinadas características (que sean títulos de oferta pública);
- emisores fiscalizados por organismos reguladores;
- correcta formación de precios (por tanto, resulta esencial que se trate de títulos de oferta pública transados en mercados formales);
- establecimiento de límites de inversión que favorezcan la diversificación, prevengan conflictos de intereses con los emisores, pero otorguen suficientes grados de flexibilidad al administrador de las carteras;
- evitar límites mínimos de inversión en determinados tipos de instrumentos o emisores que fueren la inversión de los fondos hacia sectores específicos (esta última suele ser una práctica atractiva para quienes quieren hacer políticas de fomento industrial o de otro tipo con los fondos de pensiones, pero lo que se pueda eventualmente obtener en tal sentido se pierde en rentabilidad y en diversificación, y se gana en riesgo, como lamentablemente se ha observado).

Cabe advertir que, en lo que resulta ser una excepción más aparente que real a la regla enunciada, los límites mínimos de inversión son parte de los multifondos en Chile, toda vez que existen porcentajes mínimos de inversión en un género de instrumentos: los de renta variable o representativos de capital. Mas ello es parte de la arquitectura esencial para poder distinguir cinco tipos de fondos y no conlleva riesgos de dirigismo o de generar demanda cautiva de instrumentos. En efecto, si no se contara con límites mínimos distintos, los cinco fondos podrían, eventualmente, llegar a ser muy similares entre sí, provocando confusión en los afiliados y anulando de hecho la multiplicidad de opciones que buscó el legislador. Por tanto, se han debido establecer, inevitablemente, distintos pisos de inversión en instrumentos de renta variable para garantizar la oferta de cinco fondos diferenciados en la participación que la inversiones de renta variable tienen en la estructura de sus carteras.

Otras características debieran ser:

- autorizar la inversión en el extranjero con el objeto de diversificar el riesgo país;
- permitir a los administradores ofrecer multifondos que, a su vez, permitan una mayor especialización de las inversiones y, eventualmente, a los afiliados, una elección de aquellos fondos que minimicen el riesgo país.

En Chile, y quizás esto sea importante manifestarlo, el límite de inversión en el extranjero, que llegará al 30 por ciento de acuerdo con un calendario gradual de expansión hasta el año 2004, es un límite aplicable a la totalidad de los fondos que gestionan las administradoras y, por tanto, en los hechos, el fondo tipo A, que tiene un mayor porcentaje en instrumentos de renta variable y que debe construir esa cartera básicamente a través de instrumentos extranjeros, puede llegar a mucho más del 30 por ciento. De hecho, hoy en día están conformados en torno al 45 por ciento con inversión extranjera, dada la necesidad de suplir la falta de instrumentos representativos de capital o de renta variable que exhiben nuestros mercados de valores. En rigor, en la mayoría de nuestros países la oferta de instrumentos de renta fija de los mercados locales resulta razonablemente satisfactoria para las necesidades de los fondos de pensiones. Además, no existe riesgo de tipo de cambio. Pero donde sí tenemos dificultades significativas es en conseguir una oferta suficiente de instrumentos de renta variable en nuestros mercados de capitales y, por tanto, unos multifondos sin ampliación del límite de inversión en el extranjero no habrían permitido la construcción de carteras eficientes, especialmente de aquellas intensivas en renta variable.

Normas de gobierno corporativo

Las inversiones y transacciones de los fondos de pensiones se desarrollan en el mercado de valores. Los fallos en éste repercutirán en aquellas. Por ello, es fundamental contar con mercados de capitales sólidos, líquidos, dotados de información suficiente, transparente y oportuna, y en los que una buena regulación y una buena fiscalización de las normas de gobierno corporativo protejan adecuadamente los intereses de los accionistas minoritarios, condición que, casi por definición, ostentan los fondos de pensiones.

Es necesario, pues, que se impida que los accionistas controladores y la administración de la compañía puedan extraer valor de estas empresas a expensas de los accionistas minoritarios y de los acreedores. Esto, entonces, rige tanto para los instrumentos de renta fija (bono), en cuanto que la AFP puede ser un acreedor, como respecto del rol de accionista que puede tener la AFP en instrumentos de renta variable.

Es muy perjudicial para la imagen de los fondos de pensiones la ocurrencia de fraudes en su contra. Por ende, debe protegerse al fondo de pensiones de todo perjuicio. Aunque este pueda ser económicamente irrelevante, suele ser muy dañino en términos políticos, y afectar sensiblemente la estabilidad reguladora y la confianza ciudadana.

En materia de gobierno corporativo, los objetivos que deben perseguirse son, entre otros, los siguientes:

- que las AFP actúen en interés de sus afiliados al administrar las inversiones de los fondos;
- que se eviten problemas de agencia alineando los incentivos de los administradores con los incentivos de los afiliados.

Lo anterior se logra a través de un conjunto de materias, entre otras, que el encaje –que es la reserva que las AFP deben mantener– se invierta de la misma manera que se invierten los recursos de los fondos de pensiones.

Marco regulatorio propuesto a nivel de mercado de valores

En el plano del mercado de valores, se requieren mecanismos que impidan la extracción del valor de las compañías por parte de la administración o de los socios controladores y con ello protejan los intereses de los fondos de pensiones en tanto accionistas minoritarios. Mencionemos los principales:

- garantizar el derecho a voto de todos los accionistas y evitar que los fondos de pensiones renuncien a su ejercicio;
- existencia de comités de auditoría, en lo posible con presencia mayoritaria o relevante de las minorías;
- normas sobre transacciones entre partes relacionadas que eviten que, a través de esas transacciones, se extraiga valor o flujos de las empresas sin reflejarlas en las utilidades;
- derecho al retiro de los accionistas de la sociedad en determinados casos, que están señalados por la ley, cuando se realizan actividades que puedan comprometer su patrimonio o perjudicar a los minoritarios;
- derecho que tienen accionistas y directores de demandar la indemnización de daños y perjuicios, etc.

Además, en tiempos marcados por fusiones y adquisiciones, es importante exigir ofertas públicas de adquisición de acciones en caso de cambios en el control de las sociedades, de modo que el premio económico a pagar por el control societario se distribuya, en lo posible, proporcionalmente entre todos los accionistas y no se concentre en los controladores como tendería a ocurrir a falta de una regulación específica.

Marco regulatorio propuesto a nivel de los fondos de pensiones

- Obligación de asistencia de las administradoras a las juntas de accionistas. Importa que defiendan el derecho de los fondos de pensiones, que estén presentes, que voten, que opinen, que fundamenten sus decisiones y que informen a la Superintendencia de cuál fue el rol desempeñado en las juntas de accionistas.
- Asimismo, la legislación chilena exige votar, en las elecciones de directorio, por personas no relacionadas con los socios mayoritarios, como modo de favorecer mecanismos de control interno en la dirección de la sociedad.

Regulación de conflictos de intereses

Un aspecto también fundamental en la regulación de las operaciones de los fondos de pensiones en los mercados se refiere a los conflictos de intereses o a los problemas de agencia. El objetivo perseguido es simple y claro: que las administradoras atiendan exclusivamente el interés del fondo, que no haya aquí problema de agencia alguno, y que no se transfiera ilegítimamente riqueza de los afiliados a otros agentes del mercado de capitales.

Esto supone, por ejemplo, la introducción de instrumentos reguladores del siguiente tipo:

- prohibir y sancionar la divulgación y utilización de la información privilegiada relacionada con las decisiones en materia de inversión de los fondos de pensiones. Lo anterior es particularmente importante dada la envergadura e importancia relativa que tienen estos inversionistas institucionales en el mercado de capitales, situación que los transforma, eventualmente, en “hacedores de precios” y no sólo en “tomadores” de los mismos. En tal sentido, es importante evitar que las personas vinculadas con las administradoras y sus decisiones de inversión puedan valerse de información privilegiada en beneficio propio o de terceros. Normas de transparencia en la información, prohibiciones específicas para los administradores y afines de transar los instrumentos elegibles por el fondo de pensiones, exigencias de informar acerca de sociedades relacionadas, etc., constituyen mecanismos de protección de una materia muy sensible que impone dificultades significativas para un control cabal. Junto al esfuerzo por evitar el uso indebido de información privilegiada acerca de las estrategias o decisiones de inversión del fondo de pensiones, se requieren otras medidas en el ámbito de la prevención de conflictos de intereses.
- Es esencial la separación de la administración de cartera del fondo de pensiones de la correspondiente a cualquier otro agente. La mesa de dinero y las decisiones de inversión del fondo de pensiones deben blindarse de cualquier comunicación o contaminación con actividades análogas desempeñadas por otros agentes financieros.

Especial cuidado exige la verificación de esta separación respecto de agentes financieros relacionados con el controlador de la Administradora. A tal efecto, es útil y complementario para la tarea de supervisión de la Superintendencia el establecimiento de sistemas de control interno en las administradoras auditados externamente.

- Los administradores, en estas materias, están obligados a cumplir normas muy estrictas de control. Hay un conjunto de personas definidas en la ley y en la reglamentación dictada por la Superintendencia que deben informar acerca de la existencia de este tipo de sociedades relacionadas, de las transacciones personales, como modo de prevenir el uso indebido de la información privilegiada en beneficio de quienes, por sus funciones, accedan a aquella.

Otras normas de resguardo

En suma, la regulación debe conciliar la libertad en la asignación de inversiones y las garantías necesarias de que tal libertad redunde exclusivamente en beneficio de los fondos de pensiones.

Por ello, la libertad en la conformación de la cartera ha de respetar las regulaciones relativas a los mercados autorizados, a los conflictos de intereses que puedan existir en la materia, a normas sobre custodia y valoración de instrumentos, y a la clasificación de riesgo de los instrumentos de deuda elegibles para el fondo, de modo que aquellos cumplan con lo que se conoce como “grado de inversión”. Para ello, debe existir un mercado de clasificación privada de riesgo y eventualmente también, como ocurre en el caso de Chile, una agencia público-privada de clasificación de riesgo que valide las clasificaciones privadas.

Mejores prácticas para la regulación de inversiones de fondos de pensiones

Termino tratando de extraer del conjunto de capítulos que hemos examinado una síntesis de las mejores prácticas reguladoras que han de considerarse, tanto pensiones en el diseño de la regulación como en la supervisión de la misma.

A modo de apretado resumen, pues, esbozemos algunas conclusiones:

Asignación de inversiones: Normas flexibles que posibiliten una adecuada diversificación y eviten un desvío obligatorio de recursos a sectores específicos de la economía.

Gobierno corporativo: Normas de mercado de valores que eviten la extracción del valor de las compañías por parte de controladores en detrimento de accionistas minoritarios. Normas que regulen la asistencia, la participación y la votación de las AFP en juntas de accionistas, juntas de titulares de bonos y asambleas de cotizantes, cuando invierten recursos de los Fondos de Pensiones.

Conflictos de intereses: Prohibición y sanción de la divulgación y utilización de información privilegiada relacionada con decisiones en materia de inversión de los Fondos. Identificación y prohibición de conductas que transfieran ilegítimamente riqueza de los afiliados a otros agentes del mercado de capitales.

Mercados: Transacciones que deben efectuarse en mercados fiscalizados, que cuenten con información públicamente disponible.

Clasificación de riesgo: Inversiones que deben efectuarse en emisores que cuenten con capacidad de inversión.

Custodia: Títulos de los Fondos que deben depositarse en instituciones especializadas de custodia, debidamente reguladas.

Finalizo simplemente subrayando que es fundamental persuadir, no sólo a este auditorio, porque este auditorio está suficientemente persuadido de la enorme significación potencial de un correcto régimen de inversiones. Es importante que nos convenzamos de que la pensión futura de los trabajadores depende fundamentalmente, junto a la densidad y a la cuantía de las cotizaciones, de lo que se haga o se deje de hacer en este ámbito. Si bien interesa reducir el costo de administración, tanto por razones de eficiencia y de equidad social para los trabajadores como de imagen para el sistema, una correcta política en materia de inversiones ejerce un impacto potencial infinitamente superior en lo que finalmente importa: el monto de las pensiones futuras. Es de esperar que los debates, las prioridades y el énfasis en torno a la regulación asuman debidamente esta irrefutable realidad.