

# Efectos del marco regulatorio sobre las inversiones

AUGUSTO IGLESIAS<sup>1</sup>

Agradezco a FIAP y Banco Arcada por la invitación a participar en esta conferencia.

El análisis y discusión de las experiencias de reforma de distintos países representa una ayuda invaluable para el trabajo de perfeccionamiento de las regulaciones, por lo que este encuentro es particularmente valioso para quienes participamos en el debate de las reformas y en el diseño de los nuevos sistemas previsionales.

Dividiré mi ponencia en cuatro partes: en primer lugar, argumentaré que las inversiones de los fondos de pensiones obligatorios deben ser reguladas y destacaré la importancia de una adecuada regulación; en segundo lugar, describiré brevemente dos modelos de regulación –“límites cuantitativos” y “regulación prudencial”–; en tercer lugar me referiré a algunas críticas que enfrentan ambos modelos; y, finalmente, a modo de conclusión, intentaré identificar algunas lecciones de la experiencia.

---

<sup>1</sup> Ingeniero Comercial, con Mención en Economía, de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Máster en Economía de la Universidad de California, Estados Unidos. Es Socio y Director de PrimAmérica Consultores.

En el área docente, ha ejercido como profesor de Economía en varias instituciones académicas: Pontificia Universidad Católica de Chile, Universidad de Chile, Universidad Gabriela Mistral, Universidad Adolfo Ibáñez, Universidad de los Andes y Universidad del Desarrollo.

Ha participado en diversas publicaciones sobre temas económicos y de fondos de pensiones, entre ellas: “Economía: Principios y Problemas”, con H. Cortés y A. Holuigue, “El Sistema de Pensiones: 7 Años de Historia”, con Rodrigo Acuña y Sergio Sepúlveda, editado por AFP Habitat; “Chile: Experiencia con un Régimen de Capitalización 1981-1991”, con R. Acuña, editado por CEPAL (Chile); “Managing Public Pension Reserves”, con R. Palacios (Social Protection Discussion Paper N° 0129, The World Bank); y “Payout choices by retirees in Chile: what are they and why”, junto con E. James y G. Martínez (junio 2004).

## **1. ¿Por qué es necesario regular las inversiones de los fondos de pensiones?**

La inversión de los fondos de pensiones mandatados se debe regular por dos razones principales. Primero, cuando el Estado impone la obligatoriedad de pagar contribuciones a la seguridad social se hace, al menos en parte, responsable de los resultados del sistema de pensiones. Segundo, como existen problemas de agencia y de información asimétrica, se presentan algunos riesgos de inversión que pueden impedir que el sistema cumpla con sus objetivos.

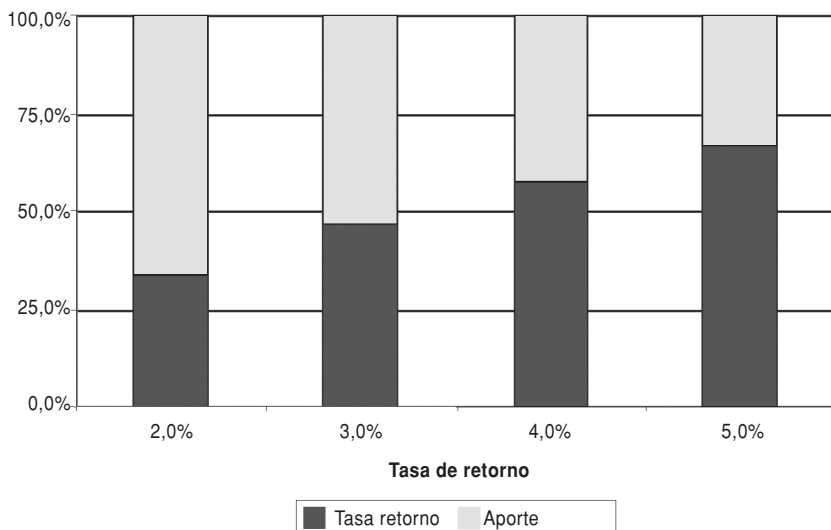
Por lo tanto, la regulación de inversiones es necesaria para minimizar el riesgo que la pensión (o la relación de pensión a salario) sea menor que algún nivel objetivo definido de antemano; minimizar los costos de supervisión; minimizar los costos de información; minimizar la varianza en tasas de retorno; y minimizar la posibilidad de fraude.

Por supuesto, no basta con regular; la calidad de la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones debe ser también la adecuada, pues ello tiene un impacto decisivo en el resultado de los sistemas de capitalización. En particular, *ceteris-paribus*, según cuales sean las características de la regulación, el retorno potencial de los fondos será mayor o menor y, en consecuencia, las pensiones serán mejores o peores.

La relación entre retorno de fondos y nivel de la pensión se ilustra en los dos primeros cuadros. El Gráfico N° 1 nos muestra el saldo total en la cuenta individual de un trabajador al final de su vida laboral, suponiendo que ha pagado contribuciones durante 30 años. Se observa que, con un retorno promedio de 2% anual, el 30% de su saldo final se origina en los retornos y el 70% por las contribuciones; sin embargo, si la tasa de retorno es un 5%, casi el 65% del saldo total se originaría en los retornos sobre las inversiones, y menos del 30% en las contribuciones pagadas.

En el Gráfico N° 2 podemos ver el impacto de diferentes tasas de retorno sobre el nivel absoluto de los saldos en cuenta individual del trabajador, al final de 30 años de trabajo y cotizaciones. Se observa, por ejemplo, que con una tasa de retorno del 5%, el trabajador acumulará ahorros que duplican aquellos que obtendría con un rendimiento del 2%.

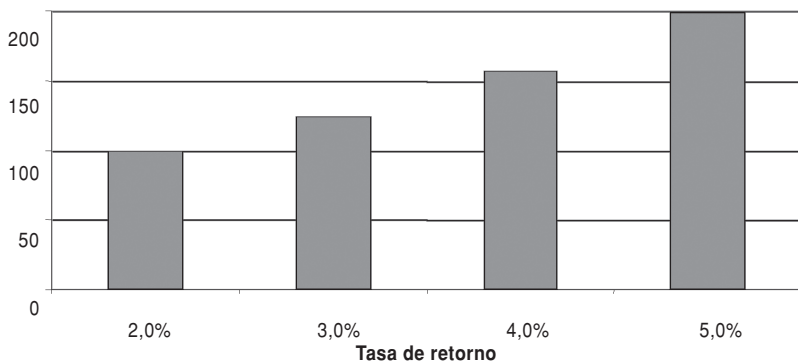
**GRÁFICO N° 1**  
*Composición del saldo total final*



Fuente: PrimAmérica Consultores.

Por otra parte, las regulaciones a las inversiones pueden potenciar o limitar el impacto que la acumulación de los fondos tiene sobre el desarrollo del mercado de capitales y, por esta vía, sobre el crecimiento económico.

**GRÁFICO N° 2**  
*Impacto de diferentes tasas de retorno en saldo*



Fuente: PrimAmérica Consultores.

Por ejemplo, un estudio reciente de dos economistas para el caso chileno (Corbo, Schmidt-Hebbel, 2003) muestra que, bajo las condiciones adecuadas, el impacto de la reforma pensional sobre el desarrollo del mercado de capitales y, por esta vía, sobre el crecimiento económico del país, puede ser significativo.

De acuerdo a los resultados de estos autores (en su escenario “medio”), aproximadamente un 10% del crecimiento económico de Chile en el período 1980-2001 se explica por la reforma pensional (0,48% anual de un promedio de crecimiento de 4,63% anual). A su vez, del 10%, casi la mitad se explica por el positivo impacto de la reforma en el desarrollo de los mercados de capitales. En otras palabras, aproximadamente un 5% del crecimiento del país en el período 1980-2001, se explicaría por el positivo impacto de la reforma a las pensiones sobre el desarrollo del mercado de capitales. (Ver Cuadro N° 1).

#### CUADRO N° 1

*Impacto de la reforma a las pensiones sobre el crecimiento económico: el caso de Chile (promedio 1980-2001, %)*

Escenarios	Mínimo	Medio	Máximo
Tasa de crecimiento promedio	4,63	4,63	4,63
Aporte de la reforma a las pensiones	0,21	0,48	0,74
Ahorro-Inversión	0,03	0,18	0,32
Mercados de trabajo	0,05	0,10	0,15
Desarrollo Mercado de Capitales	0,13	0,20	0,27

Fuente: Corbo, Schmidt-Hebbel (2003).

En consecuencia, la inversión de los fondos de pensiones mandados debe ser regulada. Sin embargo, la calidad de la regulación también importa; regulaciones eficientes y efectivas contribuirán a maximizar los retornos de largo plazo de los fondos de pensiones (y, por lo tanto, las pensiones), y permitirán que el proceso de acumulación de fondos se transforme efectivamente en un elemento que impulse el desarrollo de los mercados de capital.

## **2. Modelos de regulación: límites cuantitativos y regla del hombre prudente**

¿Cómo regular? Los modelos conocidos de regulación de inversiones combinan, de distintas formas, una serie de restricciones sobre el tipo de instrumentos en los que se puede invertir y sobre la composición de las carteras, con otros criterios y pautas de conducta que deben obedecer los administradores de fondos. Con el objeto de facilitar el análisis de las distintas realidades, voy a referirme a dos modelos “tipo” que, siguiendo la costumbre, llamaremos de “Regulación prudencial” y de “Límites de cartera” (o “Regulación cuantitativa”).

El modelo de “Regulación prudencial” se caracteriza por un conjunto de normas que incluyen: responsabilidad fiduciaria del administrador; obligación de las administradoras de fondos de obtener una licencia especial para operar; custodia obligatoria de los activos financieros con una entidad independiente de las administradoras de fondos; criterios para la valoración de activos (generalmente basados en precios del mercado); disposiciones para controlar posibles conflictos de interés; criterios de contabilidad (tanto para el fondo de pensiones como para la administradora); prohibiciones para invertir en ciertas clases de activos; y obligaciones para informar sobre las transacciones y la composición de las carteras.

A su vez, el modelo de “Regulaciones cuantitativas” incluye las normas del modelo de “Regulación prudencial” más un conjunto de límites referidos a la composición de la cartera de inversiones y, eventualmente, algunas exigencias de rentabilidad mínima. En particular, y además de las normas ya señaladas, se obliga a invertir solo en los instrumentos que explícitamente se autorice; se fijan límites máximos y mínimos de inversión en cada instrumento (y en familias de instrumentos), como proporción del fondo de pensiones; y, ocasionalmente, se obliga a cada administrador generar una rentabilidad similar a la de un *benchmark* escogido para este propósito.

## **3. Críticas a la regulación de inversiones**

Existen cinco objeciones principales en contra del modelo de “Regulaciones cuantitativas”. En primer lugar, se argumenta que los límites de inversión impiden a los administradores escoger carteras

que están en “la frontera eficiente” de oportunidades de inversión. En segundo lugar, se argumenta también que los límites de inversión no son la forma más eficiente de acotar los riesgos para los participantes en los fondos de pensiones. La tercera crítica es que las restricciones para conformar las carteras de inversión pueden limitar los rendimientos esperados en forma desproporcionada. En cuarto lugar, se argumenta que las regulaciones cuantitativas no permiten a las administradoras ofrecer una suficiente variedad de carteras que se ajusten a las preferencias de todos los individuos. Finalmente, se critica las regulaciones cuantitativas con el argumento que ellas incentivan a los administradores de cartera a imitar sus respectivas estrategias de inversión (“efecto manada”).

Por otra parte, el éxito del modelo de “Regulación prudencial” depende, en primer lugar, de su capacidad para impedir una mala gestión de los fondos y, en segundo lugar, de su capacidad para castigar a quienes cometan fraude o no actúen con la debida diligencia. Sin embargo, en muchos países el sistema jurídico no proporciona un mecanismo eficiente para sancionar o castigar a las personas que no cumplen con su responsabilidad fiduciaria. Además, y particularmente cuando los administradores de fondos son empresas relativamente jóvenes en el mercado y sin una reputación que proteger, o cuando operan con una pequeña base de capital en comparación a los fondos que administran, las ganancias esperadas del fraude pueden ser muy superiores a los costos esperados de la sanción (en caso de ser descubiertos), lo que genera “incentivos” para acciones en contra del interés de los miembros del fondo de pensiones.

El modelo de “Regulación prudencial” está también sujeto a otras críticas. En primer lugar, para que los miembros puedan efectivamente controlar que los administradores cumplen con su rol fiduciario, los costos de información deberían ser bajos y el nivel de educación financiera de los partícipes debería ser alto. Sin embargo, en la práctica, estas dos condiciones difícilmente se dan. En segundo lugar, se argumenta –en parte por las circunstancias recién descritas– que los modelos de regulación prudencial imponen costos de supervisión particularmente altos. Finalmente, se destaca también que existen potenciales conflictos de interés asociados a la gestión de fondos de terceros que solo se pueden resolver por la vía de imponer algunos límites y/o prohibiciones de inversión por lo que, en la práctica, sería imposible que exista un modelo “puro” de regulación prudencial.

La mayoría de los países que han adoptado programas de pensiones obligatorios basados en la capitalización individual, han decidido a favor de un modelo de “Regulación cuantitativa” para la inversión de los fondos de pensiones. Aunque no podemos saber qué resultados hubiesen obtenido estos países en caso de optar por el modelo de “Regulación prudencial”, resulta interesante comprobar que los retornos de los fondos de pensiones obtenidos bajo regímenes de “Regulación cuantitativa” han sido, al menos hasta la fecha, satisfactorios. Así, por ejemplo, en el Cuadro N° 2, se compara, para ocho países de América Latina, la tasa de retorno de los fondos de pensiones con el crecimiento de salarios y del PIB; se observa que, para todos los países de la muestra, el rendimiento de los fondos de pensiones ha superado holgadamente a ambas referencias. En consecuencia, la evidencia circunstancial sugiere que los países que han adoptado regulaciones cuantitativas han sido capaces de evitar una parte importante de los costos que están asociados a este modelo de regulación.

**CUADRO N° 2**  
*Tasas de retorno de los Fondos de Pensiones*

	<b>Tasa de retorno real desde inicio %</b>	<b>Alza real salarios %</b>	<b>Diferencial retorno/ crecimiento salarios %</b>	<b>Creci- miento real ingreso per cápita %</b>	<b>Diferencial retorno/ crecimiento per cápita %</b>
Argentina	11,7	-0,8	12,5	-0,4	12,1
Bolivia	16,2	8,8	7,6	0,4	15,8
Colombia	11,8	1,4	10,4	-0,3	12,1
Chile	10,5	1,8	8,7	4,5	6,0
El Salvador	11,3	0,2	11,5	0,5	10,8
México	10,6	0,0	10,6	2,8	7,8
Perú	5,7	1,8	3,9	2,4	3,3
Paraguay	9,5	3,6	5,9	-0,3	9,8

Fuente: Palacios (2003).

#### **4. Comentarios finales**

La experiencia práctica de los países reformistas sugiere que, en el contexto de sistemas de pensiones mandatados, imponer algunas restricciones a la formación de carteras de inversión de los fondos de pensiones resulta inevitable. En particular, cuando los mercados de capital están poco desarrollados; cuando el apoyo político a las reformas es débil; y cuando la población no tiene grandes conocimientos financieros, entonces la “Regulación prudencial” no es suficiente para limitar los riesgos que enfrenta el sistema y las limitaciones de cartera son necesarias.

En todo caso, es evidente que los sistemas de “Regulación cuantitativa” se deben diseñar de tal forma que interfieran de la menor forma posible con las decisiones de los administradores de cartera. Al respecto, es muy importante mirar la experiencia de los países que utilizan este tipo de normas e identificar las mejores prácticas.

También se puede concluir que las limitaciones de cartera deberían flexibilizarse gradualmente en el tiempo, a medida que se desarrollan los mercados de capitales y tanto la industria como los supervisores ganan en experiencia. De hecho, la mayor parte de las razones que se pueden invocar para justificar la necesidad de limitaciones de cartera dependen de condiciones específicas de cada mercado, que evolucionan en el tiempo. Para evitar que dichas limitaciones impongan costos significativos en términos de menor retorno, es necesario que ellas vayan cambiando junto con las condiciones del mercado. Desde esta perspectiva, la cuestión no es si se requiere o no adoptar un modelo de regulación cuantitativa, sino cuáles deben ser sus características y cómo estas deben cambiar en el tiempo.

¿Cuáles son entonces los principales desafíos que enfrenta un modelo de regulación cuantitativa? En primer lugar, el reto de equilibrar la necesidad de limitaciones de cartera con los posibles costos de estas limitaciones. Para resolver adecuadamente este desafío debe siempre mantenerse abierta la posibilidad de diversificar la cartera entre diferentes clases de activos y diferentes emisores. Además, es importante que no se impongan obligaciones a los administradores para invertir en determinados tipos de activos.

En segundo lugar, el reto de evitar el riesgo de que los reguladores (o quienes tengan el poder de establecer estos límites) utilicen los

límites para promover determinadas actividades económicas u otros objetivos de política social distintos a los que son propios de un sistema de pensiones. Para esto, y tal como en el caso anterior, se debe evitar las inversiones obligatorias. Además, conviene limitar las inversiones en activos no financieros y, al mismo tiempo, estimular las inversiones en activos que se transen habitualmente en los mercados financieros. La protección de los fondos frente a estos “riesgos políticos” aumenta también cuando las transacciones se hacen en mercados formales y cuando los administradores de cartera tienen una bien definida y fuerte responsabilidad fiduciaria. También, tener una supervisión independiente y profesional es una condición necesaria para asegurar una regulación exclusivamente orientada a promover los objetivos del sistema de pensiones.

En tercer lugar, el reto de evitar que se incentiven conductas de “manada” entre los administradores de fondos. La experiencia enseña que este desafío se puede enfrentar autorizando a los administradores de cartera a ofrecer distintas carteras a sus miembros y evitando imponer exigencias de rentabilidad que obliguen a los administradores a duplicar la estructura de la cartera de referencia (para esto no se debe medir los resultados en períodos muy cortos y se debe permitir que el retorno de la cartera se mueva en torno al retorno de la cartera de referencia).

Finalmente, el desafío de diseñar un conjunto de regulaciones que sea coherente con la realidad de la economía y del mercado de capitales del país.

La elección del modelo de regulación más adecuado para la inversión de los fondos de pensiones es una decisión crítica para el éxito de las reformas pensionales. Sin embargo, la capacidad de los legisladores y supervisores para ajustar la reglamentación según los resultados del sistema y para asegurar su continua adaptación a las condiciones del entorno, puede ser aún más importante. Por lo mismo, no existe un conjunto único e invariable de “mejores regulaciones” para la inversión de los fondos de pensiones. En cambio, la regulación a las inversiones es un instrumento que debe ser revisado permanentemente en consideración a las características específicas de cada economía y de cada mercado.