

NUEVO MODELO DE REGULACIÓN DE INVERSIONES

FRANCISCO MARGOZZINI¹

Me corresponde presentarles las pautas de buena regulación en materia de inversiones, las cuales fueron desarrolladas por el Comité de Inversiones de la FIAP, considerando básicamente la experiencia que nos trae la literatura mundial en la materia y la de los administradores de fondos de pensiones en todos estos países.

Comentarles también que estas pautas son aplicables a los programas de pensiones mandados de contribuciones definidas basados en capitalización individual. Sin embargo, algunas de ellas, no todas, pueden ser también aplicables para una serie de otros esquemas de pensiones e inclusive, para otros tipos de ahorro. Otra forma de definir las es señalar qué no son estas pautas: no son propuestas de regulación específicas. Creemos que las regulaciones específicas tienen que establecerlas cada uno de los países, considerando sus propias realidades.

¿Cuáles son los objetivos de estas pautas? Proveer a los Reguladores y a la Industria un marco de referencia que ayude a diseñar regulaciones eficientes y efectivas, y también promover un conjunto básico de normas comunes de los países de la FIAP, que sirvan

¹ Ingeniero Civil Industrial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Diplomado en Administración de Empresas (DPA) de la Universidad Adolfo Ibáñez. En la actualidad es Gerente General de la Asociación Gremial de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Inversiones DCV, S.A. Asimismo es Miembro Titular de la Comisión Clasificadora de Riesgo y Director del Sistema de Consultas y Ofertas de Montos de Pensión SCOMP, S.A. Anteriormente, ejerció como Gerente General de PreviRed.Com, durante el período de marcha blanca de dicha empresa. Destaca su activa participación como coautor de los libros *Análisis de la Previsión en Chile*, *Sistema Privado de Pensiones en Chile* y *Quince años después: Una Mirada al Sistema Privado de Pensiones*, el cual fue publicado por el Centro de Estudios Públicos.

para evitar malas prácticas y contribuyan a la estabilidad de los sistemas de pensiones.

Este trabajo de pautas está dividido en nueve grandes temas, que a nuestro juicio corresponden a los principales aspectos del proceso de inversión. A continuación, me referiré a cada uno de ellos.

1. OBJETIVOS Y CARACTERÍSTICAS DE LA REGULACIÓN

La pregunta previa que tenemos que hacernos es: ¿es razonable o no regular en materia de inversiones?

Claramente es razonable regular las inversiones de los Fondos de Pensiones, porque estamos hablando de ahorros de carácter obligatorio que tienen un fin muy importante, como es el financiar las pensiones de las personas que por su edad dejen de estar en condiciones de trabajar y sobre todo, porque estamos hablando de administración de ahorros de terceros y no de los propios dueños.

Y si estamos conscientes de que es necesario regular, tenemos que ver cuáles son las características de esa regulación, y hemos decidido tres pautas relativas a los objetivos y características de la Regulación. La primera, es perseguir que las inversiones se hagan con el único objetivo de lograr una adecuada seguridad y rentabilidad, ya que en ahorros de tan largo plazo, como son los ahorros previsionales, el impacto que tiene un punto de rentabilidad sobre el nivel de las pensiones es muy importante. Entonces, no es un capricho sino una necesidad preocuparnos de que estos sistemas logren la mejor relación entre riesgo y rentabilidad.

Asimismo, la regulación de inversiones no debe ser usada como instrumento para promover ningún otro objetivo económico o social, cualquiera sea el mérito de estos, distinto al objetivo del sistema previsional. Esto significa que no se deben usar los fondos de pensiones para hacer política industrial, para financiar proyectos o actividades en condiciones que no correspondan estrictamente a las que fije el mercado en el momento relevante, ni para estimular el desarrollo de algunos mercados. La contribución que pueden hacer los fondos de pensiones al desarrollo económico y social de un país se magnifica cuando estos se invierten eficientemente sobre la base de criterios de mercado y en función exclusiva de los objetivos que son propios al sistema previsional.

Segundo, debemos permitir que las inversiones se diversifiquen entre los distintos instrumentos financieros, emisores, sectores económicos y geográficos. En las diversas presentaciones de este seminario, se ha señalado la importancia de la diversificación internacional.

En tercer lugar, la regulación debe adaptarse y evolucionar a la realidad de los mercados de capital, a la capacidad de supervisión y a las características del sistema legal. Estamos hablando de un mundo que está en movimiento. Sin embargo, la conveniencia de adoptar un enfoque dinámico para el diseño de las regulaciones, se debe equilibrar con una necesaria estabilidad del marco regulatorio, condición imprescindible para que las administradoras puedan desarrollar su actividad en un marco de certeza jurídica. Además, los cambios de la regulación no deberían nunca obligar a una reestructuración masiva de las carteras de inversión de los fondos de pensiones. Esto significa que la regulación debería evolucionar siempre desde una situación con mayores restricciones a una que ofrezca mayor libertad a los administradores, y nunca en la otra dirección. De esta forma, los cambios que se introduzcan deben siempre abrir nuevas posibilidades de inversión y no limitar algunas previamente existentes.

2. GOBIERNO CORPORATIVO

El patrimonio del fondo de pensiones es diferente e independiente del de la administradora y también independiente de otros patrimonios que la administradora pudiese administrar.

Las administradoras tienen responsabilidad fiduciaria respecto de los recursos que manejan. Nos referimos al concepto que deben administrar dichos recursos con el cuidado y la diligencia que emplearían para sus propios recursos; no que se confundan los recursos propios con los trabajadores. El concepto del buen padre de familia.

Las administradoras deben poseer procedimientos de control externo para cumplir con la regulación y su política de inversión. Deben definir, en la medida de lo posible –porque hay casos que justificarían no hacerlo o solo hacerlo de manera parcial–, su política de inversión y difundirla.

Asimismo, las administradoras deben ejercer todos los derechos que les correspondan a los fondos de pensiones en su calidad de inversionistas. Estamos hablando tanto de los derechos que emanan de las acciones que están en la cartera, como en su calidad de tenedores de bonos, de cuotas de fondos mutuos y de inversión, sin participar en las decisiones de administración de las empresas en las cuales están invertidos los recursos.

Por último, deben garantizar al público, el acceso a información respecto de su cartera de inversiones y también de los resultados que ellas logren.

3. SUPERVISIÓN DE LA INVERSIÓN

Sin perjuicio de las importantes responsabilidades que les corresponden a los administradores de fondos, para establecer los controles internos que aseguren una adecuada gestión de las inversiones, también consideramos que es indispensable, dado que estos fondos se originan por un mandato legal y por la existencia de conflictos de intereses, propios de la administración de fondos de terceros, que exista una supervisión de carácter externa y que, a juicio nuestro, debe reunir las siguientes características.

- Controlar que en la gestión de la inversión de los fondos de pensiones se cumpla con las normas legales.
- Ser imparcial, oportuna e independiente y estar basada en criterios técnicos y profesionales.
- Promover los cambios necesarios a la regulación de inversiones para asegurar que se adapte a las condiciones del mercado.
- Proveer información al público en forma oportuna, completa y clara.

4. CONTROL DE INVERSIONES CON PARTES RELACIONADAS

Este es un punto realmente importante. Si uno analiza la magnitud relativa de los fondos en administración, en relación a los capitales o al patrimonio de los administradores, uno ve que es posible que personas relacionadas a la administradora puedan obtener benefi-

cios relevantes en desmedro de los fondos de pensiones. Por ello se definen las siguientes tres pautas para proteger de mejor forma los recursos previsionales:

- La inversión de los fondos de pensiones en activos emitidos por entidades relacionadas con la administradora debe estar severamente limitada.
- La venta y también la compra de activos del fondo de pensiones a personas relacionadas con la administradora debe estar prohibida, salvo que se haga en mercados formales que aseguren la participación de otros inversionistas.
- Por último, deben existir controles y limitaciones a las inversiones que realiza la administradora, sus directores y, en general, todas las personas que participan en el proceso de inversión.

5. VALORIZACIÓN DE LOS ACTIVOS

Estamos convencidos de que es muy importante que las inversiones de los fondos de pensiones estén correctamente valoradas en el tiempo, de modo de evitar transferencia de riquezas y sesgos en materia de inversión y, permitir generar información al público que sea confiable. Para cumplir esos objetivos se presentan varias pautas:

Primero, las inversiones deben valorarse preferentemente de acuerdo a valor de mercado. Sin embargo, especialmente en mercados pequeños, no siempre existen transacciones diarias de todos los instrumentos e, incluso, en algunos casos, existiendo transacciones, los precios de estas no necesariamente son de mercado, ya que por ejemplo pueden corresponder a transacciones muy pequeñas destinadas a marcar precios. El problema radica entonces en definir claramente los requisitos que deben reunir las transacciones para “marcar” precios de mercado. Cuando no existe ese valor de mercado o ese precio de mercado, la normativa debe estimar dicho valor.

La metodología de valorización de los instrumentos de inversión debe ser única (no pueden coexistir dos metodologías), clara (en el sentido de que permita solo una interpretación) y consistente (en el sentido de que no genere sesgos en materia de inversión), además,

debe actualizarse permanentemente, considerando la opinión de diversos especialistas.

La frecuencia de valorización óptima depende de las oportunidades en que se producen los movimientos de los fondos de pensiones; corresponde a un compromiso entre la necesidad de la valorización y los costos asociados a ella.

En el caso de los sistemas de capitalización individual, donde se producen movimientos (ingresos y egresos) de los fondos de pensiones todos los días, una valorización diaria parece ser absolutamente necesaria, para evitar transferencias indeseadas de riquezas. Lo anterior es más válido aún, cuando dichos sistemas de pensiones contemplan la posibilidad que sus afiliados elijan cómo quieren que se inviertan sus ahorros previsionales, optando entre varias alternativas de fondos y cuando contemplan, además del ahorro obligatorio, modalidades de ahorro voluntario, con grados de libre disponibilidad.

La valorización de los títulos de inversión debe realizarla un tercero, sin conflicto de intereses.

También pensamos que no es recomendable que las metodologías de valorización contemplen mecanismos que suavicen los precios de mercado. En otros tipos de sistemas de pensiones se ven con frecuencia ciertos mecanismos que suavizan las variaciones en los precios, pensamos que ello es negativo y lo es por dos razones: porque se permiten transferencias de riquezas, personas que manejan más información pueden aprovechar estas diferencias en el tiempo y, por otro lado, porque también facilitan el que se escondan pérdidas y dificulta una información transparente en el mercado.

6. MEDICIÓN DE DESEMPEÑO Y RIESGO

Los administradores de fondos en general y de fondos de pensiones en particular, compiten fuertemente en relación a la calidad de los servicios de inversiones que realizan, y para que esta competencia tenga sentido, pensamos que es importante que las personas, los clientes, puedan conocer el desempeño de cada uno de los administradores. Desempeño que, a nuestro juicio, no solo debe medirse en términos de rentabilidad, sino también de riesgo

asociado a esas inversiones. De ello se derivan las dos siguientes pautas:

- Los afiliados deben ser informados tanto del retorno como del riesgo asociados a los distintos fondos de pensiones.
- Los diferentes fondos de pensiones deben ser comparados sobre la base de sus retornos ajustados por riesgo.

7. LÍMITES DE INVERSIÓN

Pensamos que los fondos de pensiones solo deben invertirse en clases y tipos de instrumentos previamente autorizados. La estructura de límites de inversión debe ser consistente con el objetivo de maximizar el retorno y/o de disminuir el riesgo de las carteras. Aquí hay un concepto claro, absolutamente en contra de lo que son límites mínimos, ya sean directos o indirectos. Una estructura de límites máximos muy restrictiva genera, por diferencias, un límite mínimo a los otros instrumentos.

También pensamos que la inversión de los fondos de pensiones en algunos determinados activos debiera estar limitada. ¿A qué tipo de activos me refiero? Por ejemplo, activos de alto riesgo crediticio, activos de baja liquidez o limitaciones que permitan evitar el control de ciertas empresas o la concentración en ciertos grupos empresariales.

En aquellos países en que las administradoras de fondos de pensiones estén autorizadas a ofrecer a sus partícipes más de un fondo, el sistema de límites deberá procurar adicionalmente la diferenciación de estos, con el fin de otorgar a los partícipes un mayor rango de opciones de carteras.

8. CUSTODIA

Pensamos que los instrumentos de inversión de los fondos de pensiones deben estar en entes custodios externos, independientes de las administradoras de fondos. Pensamos también que estos agentes custodios deben cumplir elevados requisitos, en materia de instalaciones físicas, sistemas de seguridad y computacionales, seguros, auditorías, etc. También pensamos que las custodias internas

de las propias administradoras de fondos deben cumplir elevados requisitos de seguridad.

La normativa debe propender a la desmaterialización de los títulos, creemos que hacia allá va el mundo y a la interconexión tanto entre depositarios, bolsa de valores, como sistemas de pago.

Dos temas adicionales, la autorización y fiscalización de los entes depositarios o custodios debe recaer en un organismo fiscalizador competente y, por último, se definen como funciones básicas de un custodio o depositario, obviamente la custodia de títulos, el registro de transacciones (compra y venta de títulos) y la administración de diversos eventos de capital. Aparte de esto, hay servicios adicionales que puede prestar el custodio, como valorización, control de límites, entrega de información y emisión de certificados.

9. PROCEDIMIENTOS DE TRANSACCIÓN

Las transacciones de títulos, con los recursos de los fondos de pensiones, deben realizarse en mercados autorizados, entendiendo por mercados autorizados aquellos mercados que cumplen ciertos requisitos específicos: primero, que generen un efectivo encuentro entre la oferta y demanda de títulos, es decir, que aseguren una correcta formación de precios; segundo, que sean fiscalizados; tercero, que fluya una abundante información al público. Solamente en casos muy particulares podría autorizarse la utilización de otro tipo de mercados para transacciones específicas. También cuando las inversiones de los fondos de pensiones se realicen a través de mandatarios, estos deben contar con autorización especial para ofrecer este servicio.

Otro aspecto muy importante es que todo conflicto de intereses que surja debe ser siempre resuelto en beneficio de los afiliados. Y, por último, los administradores deben actuar en forma tal de minimizar los riesgos de ejecución de las transacciones con los recursos de los fondos de pensiones.

10. CONCLUSIONES FINALES

Estamos convencidos de que el modelo regulatorio más adecuado para planes obligatorios de pensión de cotizaciones definidas y de capitalización individual, debe combinar el uso de criterios de admi-

nistración prudencial de los fondos de pensiones con un número muy reducido de límites máximos de inversión.

Un segundo aspecto, y tal vez más relevante incluso que el anterior, es que no basta con un marco legal apropiado, con administradoras o administradores que asuman su rol fiduciario y con supervisores que actúen con profesionalismo y eficiencia. Ellas son condiciones necesarias, pero no suficientes, para proteger a los fondos de pensiones. Se requiere una participación activa de los propietarios, de los dueños de los mismos fondos de pensiones.