

PAUTAS DE BUENA REGULACIÓN DE INVERSIONES¹

Versión Final

Noviembre, 2005

**Comité de Inversiones
FIAP**

¹ Este documento ha sido preparado por la Comisión ad-hoc designada por el Comité de Inversiones de la FIAP, sobre la base de un Índice aprobado por el mismo Comité e incorporando los comentarios al Primer Borrador que presentaron los asistentes a la reunión del Comité de Inversiones realizada en la ciudad de Lima, Perú, el día 3 de Noviembre, 2004, y comentarios al Segundo Borrador, los que se hicieron llegar por correo electrónico. La Comisión redactora de este documento está integrada por Francisco Margozzini, Gerente General de la Asociación Gremial de AFP de Chile; Joaquín Cortéz, Gerente de Inversiones de AFP BBVA Provida; y Augusto Iglesias, Socio de PrimAmérica Consultores y Asesor Externo de la FIAP. Ha colaborado con esta Comisión la sra. Gladys Otárola, Secretaria Ejecutiva de FIAP.

RESUMEN EJECUTIVO

Se proponen treinta y cuatro (34) *Pautas* para la regulación y administración de las inversiones de fondos de pensiones mandatados, las que se organizan en nueve (9) secciones. Las *Pautas* son aplicables a los programas de pensiones mandatados de contribución definida basados en la capitalización individual; a las empresas que administran dichos planes bajo un régimen de competencia; y a la entidad supervisora de los mismos. Además, y en las materias que sea pertinente, las *Pautas* son aplicables a las entidades que realizan la custodia de los instrumentos financieros representativos de las inversiones de los fondos de pensiones; los intermediarios; y las entidades externas que presten servicios de administración de cartera a los fondos de pensiones. Las *Pautas* no se refieren directamente al caso de programas de pensiones ocupacionales, de beneficio definido, y voluntarios.

I. Objetivos y características de la regulación a la inversión de los fondos de pensiones

I.1 Las inversiones de los fondos de pensiones deben tener el único objetivo de lograr la máxima rentabilidad de los fondos, acumulada durante la vida del trabajador, y ajustada al nivel de riesgo que se prefiera.

I.2 La regulación debe permitir que las inversiones se diversifiquen entre distintos instrumentos financieros, emisores, sectores económicos, y sectores geográficos.

I.3 La regulación debe adaptarse a la realidad de los mercados de capital y evolucionar en función del desarrollo de los mismos, de la capacidad de supervisión, y de las características del sistema legal.

II. Gobierno corporativo de los fondos de pensiones

II.1. El patrimonio de los fondos de pensiones es diferente e independiente del patrimonio de la administradora y de otros patrimonios que ésta pueda eventualmente gestionar.

II.2 Los administradores de los fondos de pensiones tienen responsabilidad fiduciaria respecto a los recursos que gestionan.

II.3 La política de inversiones de los fondos de pensiones debe ser conocida por el público.

II.4 Los administradores deben ejercer todos los derechos que correspondan a los fondos de pensiones en su calidad de inversionistas en acciones, bonos y otros instrumentos financieros.

II.5 La administradora debe garantizar el acceso de la entidad supervisora y del público a la información sobre composición y variación de su cartera de inversiones, y sobre los resultados alcanzados en la gestión de inversiones.

III. Supervisión de la inversión de los fondos de pensiones

III.1 El supervisor debe controlar que en la gestión de inversión de los fondos de pensiones se cumpla con todas las normas legales pertinentes.

III.2 La supervisión debe estar basada en criterios técnicos y profesionales, y debe ser imparcial y oportuna.

III.3 El supervisor debe velar que el marco regulatorio de las inversiones de los fondos de pensiones no sea usado como instrumento para promover fines ajenos a los del sistema previsional

III.4 El supervisor debe promover los cambios que sean necesarios a la regulación de inversiones para asegurar que ella se adapte a las condiciones de mercado.

III.5 El supervisor debe asegurar que se disemine información referida a las inversiones de los fondos de pensiones en forma oportuna, completa y clara.

IV. Control de inversiones en partes relacionadas a la administradora

IV.1 La inversión de los fondos de pensiones en cualquier instrumento financiero emitido por entidades relacionadas a la administradora, sus controladores y ejecutivos principales, debe estar limitada.

IV.2 La compra y venta de activos del fondo de pensiones a personas relacionadas a la administradora sólo debe hacerse en mercados de intermediación formales y siguiendo procedimientos que permitan la participación de otros eventuales interesados.

IV.3 Las inversiones propias que realicen las empresas administradoras de fondos de pensiones, los miembros de sus directorios, las personas con responsabilidad sobre el proceso de inversión, y quienes, por su cargo, tengan acceso a información privilegiada sobre las decisiones de inversión, deben ajustarse a normas conocidas.

V. Valorización de activos

V.1 Los activos en que se invierten los fondos de pensiones deben valorarse preferentemente de acuerdo a valor de mercado.

V.2 Cuando no existe precio de mercado, la normativa debe estimar dicho valor considerando estrictos criterios técnicos.

V.3 La metodología de valorización de los instrumentos de inversión debe ser única, clara y consistente, y debe actualizarse permanentemente, considerando la opinión de los diversos especialistas.

V.4 La frecuencia de valorización se debe establecer según cual sea la frecuencia con que se producen los movimientos de los fondos de pensiones.

V.5 El cálculo de los precios de valorización debe ser responsabilidad de una entidad independiente y sin conflictos de intereses.

VI. Medición de desempeño

VI.1 Los afiliados deben ser informados tanto del retorno como del riesgo asociado a los distintos fondos de pensiones.

VII. Límites de inversión a los fondos de pensiones

VII.1 Los fondos de pensiones sólo se deben invertir en clases y tipos de instrumentos que estén previamente autorizados.

VII.2 La estructura de límites de inversión debe ser consistente con el objetivo de maximizar el retorno y/o disminuir el riesgo de las carteras.

VII.3 La inversión de los fondos de pensiones en algunos activos autorizados debería estar sujeta a límites especiales.

VII.4 El sistema de límites deberá diferenciar entre distintos tipos de fondos de pensiones.

VIII. Custodia

VIII.1 Los títulos de inversión de los fondos de pensiones deben estar mayoritariamente en custodia externa, independiente de los administradores de los fondos.

VIII.2 Los entes custodios externos de los fondos de pensiones deben estar especialmente autorizados para prestar este servicio.

VIII.3 Las custodias propias de los administradores de fondos de pensiones deben poseer adecuados mecanismos de seguridad.

VIII.4 Las responsabilidades del Custodio y del administrador de fondos de pensiones deben estar claramente definidas en la regulación.

IX. Procedimientos de transacción

IX.1 Las transacciones de títulos efectuadas con los recursos de los fondos de pensiones deben realizarse sólo en mercados autorizados.

IX.2 Cuando las inversiones de los fondos de pensiones se realicen a través de mandatarios, éstos deben contar con autorización especial para ofrecer este servicio

IX. 3. Cualquier conflicto de interés que surja al momento de asignar transacciones deberá resolverse a favor de los afiliados.

IX.4 Las operaciones de compra y venta de activos entre fondos gestionados por una misma administradora se deben hacer siempre en condiciones de mercado.

A. INTRODUCCIÓN

1. En el presente documento se proponen Pautas para la regulación y administración de las inversiones de fondos de pensiones mandatados.

Estas Pautas se basan en las que -en opinión de la FIAP- son las mejores prácticas existentes actualmente en los distintos países miembros, y en la experiencia acumulada por la propia industria en la gestión de fondos pensionales.

Además, durante el trabajo de preparación de estas Pautas se han examinado los siguientes documentos:

- *“Guidelines for the investment of Social Security Funds”*. ISSA Technical Commission on Statistical, Actuarial and Financial Studies/Technical Commission on Provident Funds and Allied Schemes (July, 2004).
 - *“Principios de Regulación y Supervisión en Pensiones”*. AIOS (Noviembre, 2003).
 - *“Draft Guidelines on Pension Fund Asset Management”*. OECD Working Party on Private Pensions (Nov. 2003).
 - *“Revised Guidelines for Pension Fund Governance”*. OECD Working Party on Private Pensions (Nov. 2002).
 - *“Selected Principles for the Regulation of Investments by Insurance Companies and Pension Funds” (Annex)*. OECD (March, 2002).
2. Las presentes Pautas son aplicables a los programas de pensiones mandatados de contribución definida basados en la capitalización individual; a las empresas que administran dichos planes bajo un régimen de competencia; y a la entidad supervisora de los mismos. Además, y en las materias que sea pertinente, las Pautas son aplicables a las entidades que realizan la custodia de los instrumentos financieros representativos de las inversiones de los fondos de pensiones; los intermediarios; y las entidades externas que presten servicios de administración de cartera a los fondos de pensiones.

Estas Pautas no se refieren directamente al caso de programas de pensiones ocupacionales, de beneficio definido, y voluntarios.

Las presentes Pautas deberán ser complementadas con Pautas de inversión para las compañías de seguros de vida que ofrecen rentas vitalicias previsionales.

3. El objetivo principal de las Pautas es proveer a los reguladores y a la industria un marco de referencia que ayude a diseñar y proponer regulaciones eficientes y efectivas, las que deberían contribuir a que el proceso de inversión de los fondos de pensiones se desarrolle de una forma consistente con el propósito del sistema previsional y en beneficio de sus miembros.

Además, se busca promover la adopción, por parte de los países miembros de la FIAP, de un conjunto básico de normas comunes que sirvan para evitar malas prácticas y que contribuyan a la estabilidad del sistema previsional.

En todo caso, las Pautas no son una propuesta de regulaciones específicas. Cada país, en consideración a su propia realidad, debe escoger las formas precisas de regular la operación de sus respectivos sistemas de pensiones.

4. La existencia de un marco legal apropiado, de administradoras que asuman su rol fiduciario, y de supervisores que actúen con profesionalismo y eficiencia, son condiciones necesarias, pero no suficientes, para proteger los fondos de pensiones.

Se requiere, además, que los miembros del sistema se informen adecuadamente y asuman la responsabilidad de velar por el desempeño de los administradores de los fondos que ellos mismos han escogido.

Al mismo tiempo, es importante que las administradoras y la autoridad promuevan los necesarios perfeccionamientos del marco legal del mercado de capitales y del que se aplica a los distintos emisores de valores de oferta pública que son objeto de inversión de los fondos de pensiones.

5. En un sistema de capitalización la rentabilidad de los fondos tiene un impacto decisivo sobre el nivel de las pensiones. En consecuencia, la adopción del modelo de regulación y supervisión más adecuado de la inversión de los fondos de pensiones es una decisión crítica para el resultado del sistema.

Existen distintos modelos alternativos de regulación de los fondos de pensiones. FIAP sostiene que el modelo regulatorio más adecuado para planes mandados de capitalización individual debe combinar el uso de criterios de administración prudencial de los fondos de pensiones, con algún número reducido de límites cuantitativos explícitos que sirvan principalmente para controlar la inversión de los fondos en activos emitidos por empresas relacionadas a los administradores; para acotar la inversión de los fondos en activos poco líquidos o de alto riesgo; para asegurar una adecuada diversificación entre emisores; y para diferenciar entre distintos tipos de fondos o estrategias de inversión.

Aunque en las primeras etapas del desarrollo de un sistema de pensiones mandado de capitalización individual pueda ser necesario la aplicación de límites y restricciones explícitas a las inversiones, el modelo regulatorio debería avanzar en la dirección de autorregulación, dando grados crecientes de libertad a las decisiones de los administradores de fondos.

6. Luego de esta Introducción, el documento presenta un total de 34 Pautas organizadas en nueve (9) secciones:
 - Objetivos y características de la regulación a la inversión de los fondos de pensiones (3 Pautas);

- Gobierno corporativo de los fondos de pensiones (5 Pautas);
- Supervisión de la inversión de los fondos de pensiones (5 Pautas);
- Control de inversiones en partes relacionadas a la administradora (3 Pautas);
- Valorización de activos (5 Pautas);
- Medición de desempeño (1 Pauta);
- Límites de inversión de los fondos de pensiones (4 Pautas);
- Custodia (4 Pautas);
- Procedimientos de transacción (4 Pautas).

Cada sección comienza con una breve descripción de los objetivos del conjunto de Pautas respectivas. Luego de presentar cada Pauta, se explica su alcance e implicancias.

B. PAUTAS

I. Objetivos y características de la regulación a la inversión de los fondos de pensiones

Objetivos de la regulación de inversiones:

Las regulaciones a las inversiones de los fondos de pensiones mandados tiene los siguientes objetivos principales: asegurar que el ahorro previsional se utilice sólo para cumplir con los propósitos del sistema previsional; evitar potenciales conflictos de intereses entre los aportantes y los administradores; acotar los riesgos financieros; y minimizar el riesgo de fraude. Además, la regulación debe propender a que los miembros del sistema puedan escoger el portfolio que mejor se ajuste a sus preferencias. Por último, bajo algunas circunstancias, la regulación tiene también el objeto de limitar los costos de supervisión y de información para los afiliados.

De esta forma, la regulación busca, en primer lugar, que se preserve y, luego, que se incremente, el valor del ahorro previsional de los miembros del programa de pensiones a lo largo de su vida laboral.

Pautas:

1.1 Las inversiones de los fondos de pensiones deben tener el único objetivo de lograr la máxima rentabilidad de los fondos, acumulada durante la vida del trabajador, y ajustada al nivel de riesgo que se prefiera.

El objetivo del ahorro previsional es financiar pensiones; en consecuencia, la regulación debe propender a maximizar el capital acumulado en la cuenta individual durante la vida laboral. Esto exige que los administradores de fondos busquen la máxima rentabilidad y, al mismo tiempo, cuiden por el riesgo de posibles pérdidas de valor en el ahorro. En particular, las carteras de inversión con mayor valor esperado futuro están sujetas también a mayor riesgo de variabilidad en la rentabilidad acumulada final. En consecuencia, los administradores y la regulación deben equilibrar ambos objetivos.

Desde la perspectiva de cada uno de los administradores, el horizonte de inversión está muy influido por la frecuencia con que el público evalúa sus resultados y por la permanencia esperada de su respectiva cartera de afiliados. Este hecho presenta otro desafío para la regulación, pues se debe equilibrar la imprescindible libertad de los afiliados para escoger quién administre sus ahorros y la conveniencia de tener mediciones periódicas de resultados, con la necesidad de promover políticas de inversión que tengan como objetivo maximizar rentabilidades de largo plazo.

La regulación de inversiones no debe ser usada como instrumento para promover ningún otro objetivo económico o social, cualquiera sea el mérito de éstos, distinto al objetivo del sistema previsional. Esto significa que no se debe 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 algún mercado específico. Por el contrario, la contribución que pueden hacer los fondos de pensiones al desarrollo económico y social de un país se magnifica cuando éstos se invierten eficientemente según las condiciones del mercado y en función exclusiva de los objetivos que son propios al sistema previsional.

1.2 La regulación debe permitir que las inversiones se diversifiquen entre distintos instrumentos financieros, emisores, sectores económicos, y sectores geográficos.

Los fondos de pensiones deben estar autorizados para buscar en el mercado los instrumentos financieros que ofrezcan los retornos más atractivos; sin embargo, al mismo tiempo deben diversificar sus inversiones para evitar una exposición indebida al riesgo. Una adecuada diversificación de los fondos de pensiones es una condición necesaria para controlar los riesgos de inversión. Sin embargo, los individuos tienen distintos grados de preferencia por el riesgo y, en consecuencia, podrían decidir a favor de fondos con distinta variabilidad en los retornos esperados. Por lo tanto, los requisitos de diversificación no deben impedir que el afiliado escoja entre fondos con mayor o menor exposición a renta variable, y de mayor o menor plazo promedio. En cualquier caso, cada tipo de fondo debe estar convenientemente diversificado.

La diversificación internacional de los fondos de pensiones contribuye a disminuir la variabilidad de los retornos y a mejorar los niveles de retornos esperados en el largo plazo. El aporte de la diversificación internacional se hace más importante mientras menos desarrollados se encuentren los mercados de capital locales y mientras menos correlacionados estén los ciclos económicos del país con los del resto del mundo.

Cualquiera sea la moneda en que se expresen las obligaciones de los fondos de pensiones, la diversificación por monedas también puede ser conveniente, especialmente cuando hay correlación negativa entre los retornos en mercados locales y el valor de la divisa. Por lo tanto, además de autorizarse la inversión de los fondos en instrumentos emitidos en distintas monedas, no se les debe exigir indiscriminadamente que tengan cobertura completa del riesgo cambiario.

1.3 La regulación debe adaptarse a la realidad de los mercados de capital y evolucionar en función del desarrollo de los mismos, de la capacidad de supervisión, y de las características del sistema legal.

El diseño detallado de la regulación de inversiones depende, inevitablemente, de las condiciones de los mercados de capital. La disponibilidad de distintos instrumentos, los mecanismos para ejecutar las transacciones, las alternativas de custodia, la posibilidad de contar con clasificaciones de riesgo independientes, y la calidad de la información financiera, son todos ellos elementos que influyen sobre las formas de diseño de la regulación de inversiones.

La capacidad de supervisión tampoco es inmutable en el tiempo. El proceso de acumulación de fondos de pensiones va acompañado por mayor experiencia en los supervisores y en la propia industria; por una creciente disponibilidad de información; y

por cada vez mayores niveles de educación previsional y financiera en el público. Estas tres tendencias van creando condiciones que permiten moverse gradualmente hacia modelos de regulación que dan mayores grados de libertad a los administradores para decidir la estructura de las carteras de inversión.

Las características del modelo de regulación de inversiones dependen también del modelo de administración de justicia que prevalezca en el país, pues la aplicación del concepto de responsabilidad fiduciaria exige que el sistema judicial tenga la capacidad de servir efectivamente como instrumento para que las personas (o la autoridad supervisora) resuelvan sus divergencias con los administradores.

De esta forma, la existencia de mercados de capitales más desarrollados, supervisores más experimentados, personas más informadas, y sistemas legales que permitan castigar a quienes no cumplen con sus responsabilidades fiduciarias, hacen posible que la regulación de inversiones ofrezca más grados de libertad a los administradores para estructurar las inversiones de la forma que les parezca apropiada. En consecuencia, no existe un único conjunto de regulaciones para la inversión de los fondos de pensiones que sirva igualmente bien a los objetivos del sistema previsional en todos los momentos del tiempo. El modelo de regulación de inversiones debe evolucionar conforme a los resultados del sistema y al cambio en las condiciones del entorno, avanzando gradualmente hacia formas con un mayor componente de autoregulación.

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 contexto de certeza jurídica. Además, eventuales 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 servir para abrir nuevas posibilidades de inversión y no para limitar algunas previamente existentes.

II. Gobierno corporativo de los fondos de pensiones

Objetivos:

Los fondos de pensiones mandatados son administrados por empresas de giro limitado (“administradoras de fondos de pensiones”), constituidas conforme a requisitos de la ley y que están especialmente licenciadas para cumplir con este rol. En su calidad de administradores de recursos de terceros, estas entidades tienen responsabilidad fiduciaria cuyos alcances deben ser definidos en la regulación. Además, la regulación debe fijar el rol que juegan otras entidades independientes, tal como auditores y clasificadores de riesgo, en la identificación del riesgo de las inversiones de los fondos de pensiones.

Pautas:

II.1. El patrimonio de los fondos de pensiones es diferente e independiente del patrimonio de la administradora y de otros patrimonios que ésta pueda eventualmente gestionar.

Los fondos de pensiones están constituidos por la suma de las contribuciones que hacen sus miembros -o terceros a cuenta de ellos- más el producto de las inversiones. Ese patrimonio pertenece a los miembros del sistema y no a la administradora, y se debe mantener separado -legal, contable y financieramente- del patrimonio de la propia administradora y de otros patrimonios que ésta eventualmente gestione.

El sentido de estas pautas no cambia en los casos que la administradora tiene la exigencia legal de financiar y mantener reservas propias que garanticen los resultados del fondo de pensiones y, por disposiciones legales, éstas reservas se deban invertir en el mismo fondo.

La administradora, en virtud de un contrato, tiene la obligación de invertir los fondos de pensiones conforme a las normas legales y con el objetivo de obtener una adecuada rentabilidad dado un nivel de riesgo, pero no tiene el dominio de ellos ni puede disponer libremente de los mismos.

Cada miembro del sistema debe tener derechos de propiedad individual sobre los fondos correspondientes al saldo de su cuenta individual. Los fondos de pensiones deben ser inembargables.

II.2 Los administradores de los fondos de pensiones tienen responsabilidad fiduciaria respecto a los recursos que gestionan.

En la administración de los fondos los administradores deben ejercer todo el cuidado, diligencia y pericia que ejercerían en la administración de sus propios recursos.

Los administradores de fondos deben aplicar su conocimiento experto y de ninguna forma deben asumir riesgos que no estarían dispuestos a tomar en caso que los fondos gestionados fuesen propios.

En virtud de su responsabilidad fiduciaria, el administrador debe procurar la existencia de una organización y procedimientos que le permitan cumplir efectivamente con la regulación y con su propia política y estrategia de inversiones, y debe movilizar los recursos necesarios para ejercer adecuadamente la función de inversión de los fondos de pensiones.

La responsabilidad de gestión de la cartera de inversiones debe estar bien definida dentro de la organización.

El personal responsable de la gestión de inversiones debe estar plenamente calificado para desempeñar sus tareas. Resulta conveniente que el Directorio de la administradora

designe un Comité especial, con la responsabilidad de establecer los procedimientos internos que se utilizarán en la gestión de inversiones y de supervisar su cumplimiento. Este Comité debe estar conformado por personas con conocimiento profesional y experiencia en materias financieras.

El fondo de pensiones debe mantener un auditor externo, el cual debe pronunciarse periódicamente respecto al cumplimiento de la normativa legal y a la calidad y cumplimiento de los procedimientos internos en materia de gestión de inversiones. Es conveniente que el auditor externo o, en su defecto, los profesionales responsables de la auditoría externa, se renueven periódicamente.

II.3 La política de inversiones de los fondos de pensiones debe ser conocida por el público.

La Administradora debe aprobar la política de inversiones y sus modificaciones. La Política de Inversiones, y cualquier cambio a la misma, deben ser conocidas por el público. La Política de Inversiones debe hacer referencia explícita a las pautas que la administradora decida adoptar voluntariamente y que complementen en forma relevante las normas legales vigentes.

En la gestión de los fondos de pensiones, las administradoras deben asegurar que se cumpla la Política de Inversión que se haya aprobado.

En circunstancias que las administradoras gestionen más de un fondo de pensiones, la Política de Inversiones debe diferenciar claramente entre cada uno de ellos.

II.4 Los administradores deben ejercer todos los derechos que correspondan a los fondos de pensiones en su calidad de inversionistas en acciones, bonos y otros instrumentos financieros.

Los fondos de pensiones deben procurar invertir en los distintos instrumentos financieros, sujetos a los mismos derechos y obligaciones que cualquier otro inversionista en el título correspondiente. En general, no es conveniente la inversión de los fondos de pensiones en títulos que contengan preferencias u obligaciones exclusivas para los mismos, y que no se hagan extensivas a otros inversionistas.

En su calidad de inversionistas para un fondo de pensiones, las administradoras deben participar en todas las instancias que corresponda y ejercer los derechos pertinentes. De esta forma, las administradoras deben participar en las Juntas de Accionistas de empresas en las que inviertan para el fondo de pensiones y votar cuando ello corresponda. Las administradoras deben también participar en Juntas de Tenedores de Bonos, de Aportantes a Fondos de Inversión y Fondos Mutuos, y otras instancias similares. Podrían justificarse excepciones a esta política sólo en aquellos casos que la inversión en el título respectivo represente un porcentaje muy bajo del fondo de pensiones. El marco regulatorio debe permitir que las administradoras ejerzan todas las acciones legales que corresponda en cumplimiento de sus obligaciones fiduciarias.

Las administradoras tienen responsabilidades de gestión de una cartera de inversiones financieras y no son gestores de negocios. Por lo mismo, no deben participar en la gestión de las empresas en las cuales inviertan los recursos de los fondos de pensiones. Por lo mismo, no les corresponde tomar un rol activo en la gestión de las empresas en las cuales inviertan recursos del fondo de pensiones. Sin embargo, la regulación no debe impedir que las administradoras expresen a los responsables de estas empresas su opinión sobre la marcha de los negocios.

Es conveniente que las empresas en las cuales invierten los fondos de pensiones estén sujetas a reglas de gobierno corporativo que sean completas y conocidas.

II.5 La administradora debe garantizar el acceso de la entidad supervisora y del público a la información sobre composición y variación de su cartera de inversiones, y sobre los resultados alcanzados en la gestión de inversiones.

Cualquiera sea el modelo de regulación y supervisión de las inversiones de los fondos de pensiones que se adopte, la entidad supervisora debe tener acceso a la información que permita monitorear la gestión de inversiones de las distintas entidades administradoras. Es también importante que las entidades auditoras externas y, de ser el caso, los clasificadores de riesgo, tengan acceso a dicha información.

Las administradoras deben garantizar a todas estas entidades el acceso oportuno a la información relevante.

El público debe también tener acceso oportuno y expedito a la información sobre las características de las carteras de inversión de los fondos de pensiones y los resultados de la gestión de las distintas administradoras. Además, cuando exista la posibilidad de elegir entre fondos con distintas características, el público debe tener acceso a información comparativa y a los antecedentes que le permitan tomar una decisión informada al momento de escoger entre los distintos fondos. Con el objeto de facilitar la interpretación de la información por parte del público, pueden existir normas que establezcan modelos uniformes de presentación de dicha información y que sean de cumplimiento obligado por parte de las administradoras. Estas normas deben promover la comparación de resultados en el largo plazo.

III. Supervisión de la inversión de los fondos de pensiones

Objetivos:

Corresponde principalmente a las administradoras la responsabilidad de asegurar una adecuada gestión de las inversiones de los fondos de pensiones. Para cumplir con esta responsabilidad, las propias administradoras deben establecer mecanismos de control interno, los que son complementados por la acción de entidades independientes tales como auditores y clasificadores de riesgo. Sin embargo, como los sistemas previsionales se originan en un mandato legal, se justifica que los mecanismos de control interno sean también complementados por una supervisión externa. El objetivo

de las Pautas que se describen en esta sección es definir el rol del supervisor externo en el proceso de control de las inversiones de los fondos de pensiones.

Pautas:

III.1 El supervisor debe controlar que en la gestión de inversión de los fondos de pensiones se cumpla con todas las normas legales pertinentes.

Corresponde especialmente a la entidad supervisora controlar que las administradoras de fondos de pensiones cumplan con las normas que regulan la gestión de inversiones de los fondos de pensiones y, cuando corresponda, aplicar las sanciones que estipulen las regulaciones respectivas.

El supervisor no debe influir sobre las decisiones de inversión que tomen las administradoras, ni tampoco debe asumir la responsabilidad de las mismas. En caso que, por cualquier motivo, la administradora pierda las facultades de administración de los fondos, el supervisor debe aplicar los procedimientos legales pertinentes para asegurar la continuidad de la gestión, mientras los partícipes deciden el traspaso de sus fondos a otra administradora.

III.2 La supervisión debe estar basada en criterios técnicos y profesionales, y debe ser imparcial y oportuna.

La supervisión debe ajustarse estrictamente al marco legal. Se debe evitar crear un conjunto de normas de carácter para-legal o administrativas que introduzcan complejidades injustificadas a la gestión de las inversiones de los fondos. Es recomendable que el supervisor de mayor énfasis a verificar el cumplimiento de objetivos antes que a los procedimientos.

El proceso de supervisión debe ser imparcial y de ninguna forma se deben dar preferencias o excepciones a una administradora en particular, que no sean también de aplicación general a toda la industria.

Las multas y sanciones deben ser fundamentadas, proporcionales a las faltas o infracciones cometidas, oportunas, y conocidas de antemano. Sólo corresponde aplicar estas multas o sanciones con ocasión del eventual incumplimiento de las leyes o regulaciones secundarias, y ellas no proceden cuando su fundamento sólo sea una impresión u opinión subjetiva del supervisor respecto a la calidad de la gestión.

Iguales faltas deben estar sujetas a iguales multas y sanciones, cualquiera sea la entidad administradora.

Las multas y sanciones deben ser siempre reclamables frente a la propia entidad supervisora. Además, en caso que la administradora afectada lo estime necesario, debe existir la posibilidad de presentar requerimientos de apelación ante instancias distintas a la propia entidad supervisora, las que deben estar bajo una jurisdicción diferente.

III.3 El supervisor debe velar que el marco regulatorio de las inversiones de los fondos de pensiones no sea usado como instrumento para promover fines ajenos a los del sistema previsional

Existen conflictos potenciales entre el objeto único de las inversiones de los fondos de pensiones y otros objetivos de política económica y social. En consecuencia, y como muy frecuentemente las entidades supervisoras forman parte del sector público, existe también el riesgo que se instrumentalice su gestión con el objeto de movilizar los fondos de pensiones hacia el financiamiento de proyectos o actividades que los administradores, en cumplimiento de sus responsabilidades fiduciarias y actuando libremente, no considerarían como objeto de inversión.

Para evitar estos riesgos, se debe asegurar la máxima independencia posible de las entidades de supervisión del poder político. Además, el supervisor debe tener un mandato claro y específico, fundamentado en normas legales, para velar porque las inversiones de los fondos se decidan sólo en función de los objetivos del sistema de pensiones. La entidad supervisora debe representar su opinión ante las instancias que sea pertinente cada vez que se discutan cambios al marco regulatorio del sistema previsional que vayan en contra de este principio.

Desde esta perspectiva, y siempre que se asegure la debida coordinación e intercambio de información con los supervisores de los sectores financiero y bancario, la supervisión especializada de los fondos de pensiones presenta algunas ventajas de importancia. Por lo mismo, si se decide integrar la supervisión de los fondos de pensiones con la supervisión de otras entidades en el sector financiero, se debe procurar la máxima autonomía para la unidad que tenga la responsabilidad respectiva.

III.4 El supervisor debe promover los cambios que sean necesarios a la regulación de inversiones para asegurar que ella se adapte a las condiciones de mercado.

El modelo de regulación de inversiones que se adopte, y el diseño de las regulaciones específicas correspondientes, depende de las condiciones del mercado de capital local, de la capacidad de supervisión, de la madurez del sistema previsional, y de las características del modelo de administración de justicia que prevalezca en el país. Como todas estas variables son dinámicas y cambian continuamente en el tiempo, se hace también necesario modificar la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones toda vez que las condiciones así lo ameriten.

Corresponde a las entidades supervisoras un rol central en este proceso, promoviendo oportunamente los cambios que permitan a las administradoras aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado. En todo caso, resulta conveniente que el marco legal general que define el modelo de regulación de inversiones a usar y las principales regulaciones específicas, se fije en la ley. Si la ley concede a la entidad supervisora - o a otra instancia administrativa - la facultad de establecer las normas de inversión más específicas y detalladas, se debe procurar que este proceso tenga la mínima discrecionalidad, se fundamente en razones de carácter técnico, y esté siempre dirigido a ampliar y no a limitar las oportunidades de inversión de los fondos de pensiones.

III.5 El supervisor debe asegurar que se disemine información referida a las inversiones de los fondos de pensiones en forma oportuna, completa y clara.

Con el objeto de tomar decisiones informadas, el público debe disponer de información completa, clara y oportuna sobre las inversiones de los fondos de pensiones.

La entidad de supervisión debe velar porque dicha información esté disponible para los miembros del sistema. Esta información se debe referir a las políticas de inversión de los fondos y a los resultados de la gestión. En particular, resulta recomendable que la entidad supervisora asegure que periódicamente se disemine información homogénea y estandarizada sobre la estructura de la cartera de inversión de los fondos de pensiones y los resultados de rentabilidad históricos, medidos en un plazo relevante.

La entidad supervisora debe contribuir también a la educación previsional del público, desarrollando iniciativas que ayuden a la población a interpretar la información sobre inversión de los fondos de pensiones y a entender las consecuencias de sus decisiones.

La información que entregue la entidad supervisora complementa, y no sustituye, a la que entreguen las propias administradoras. Esfuerzos conjuntos de difusión de información y de educación previsional desarrollados por la industria y la entidad supervisora pueden ser especialmente efectivos.

IV. Control de inversiones en partes relacionadas a la administradora

Objetivos:

El capital propio de los administradores de fondos es pequeño en comparación al volumen de fondos que administran. Por lo tanto, los beneficios que puedan obtener personas relacionadas a la administradora (o personas respecto a las cuales sus controladores puedan tener interés especial) por operaciones que causen un daño al fondo de pensiones, pueden ser potencialmente superiores a los costos que se deriven de una eventual sanción legal o de la pérdida de reputación en caso que dicha conducta se haga pública. Por otra parte, eventualmente el sistema legal no provee un instrumento eficiente para castigar a quienes no cumplan con sus obligaciones fiduciarias. En consecuencia, se requiere de regulaciones que limiten las posibilidades de este tipo de conducta.

Pautas:

IV.1 La inversión de los fondos de pensiones en cualquier instrumento financiero emitido por entidades relacionadas a la administradora, sus controladores y ejecutivos principales, debe estar limitada.

En general, resulta difícil garantizar la independencia de un administrador para decidir la conveniencia de la inversión y desinversión en activos emitidos por partes relacionadas al mismo. Por lo tanto, es apropiado que existan limitaciones legales que

eviten una excesiva exposición del Fondo en emisores que sean personas relacionadas a su administrador, aún cuando tales inversiones se hagan en mercados formales.

Además, la política de inversión del Fondo de Pensiones debería indicar explícitamente si la administradora está o no dispuesta a incorporar activos emitidos por partes relacionadas en la cartera de inversiones.

IV.2 La compra y venta de activos del fondo de pensiones a personas relacionadas a la administradora sólo debe hacerse en mercados de intermediación formales y siguiendo procedimientos que permitan la participación de otros eventuales interesados.

Con el objeto de evitar que se produzcan transferencias intencionales de riqueza desde el fondo de pensiones hacia las personas con responsabilidad y conocimiento directo en la gestión de los mismos, cada vez que el fondo les venda o les compre activos ello debe hacerse en mercados formales, a precios públicos y conocidos, y usando mecanismos que permitan la participación de terceros en las operaciones respectivas.

IV.3 Las inversiones propias que realicen las empresas administradoras de fondos de pensiones, los miembros de sus directorios, las personas con responsabilidad sobre el proceso de inversión, y quienes, por su cargo, tengan acceso a información privilegiada sobre las decisiones de inversión, deben ajustarse a normas conocidas.

Cuando los fondos de pensiones representan una parte importante del mercado de capitales, sus transacciones pueden tener algún efecto sobre los precios de los activos respectivos, lo que crea oportunidades para que personas con información privilegiada sobre sus operaciones realicen ganancias o eviten pérdidas de capital.

En consecuencia, y en cumplimiento de sus obligaciones como gestores de fondos de terceros, es importante que las empresas administradoras adopten códigos de autorregulación que fijen un marco de referencia claro y explícito para las operaciones financieras que realicen, por cuenta propia, los directivos y ejecutivos con responsabilidad y conocimiento del proceso de inversión de los fondos de pensiones. Específicamente, estas pautas deben limitar las posibilidades que las personas respectivas decidan las inversiones propias o las de partes relacionadas sobre la base de información que reciben antes que el mercado, respecto a las operaciones futuras del fondo de pensiones.

Las referidas pautas deberían hacer una consideración explícita a las operaciones entre la sociedad administradora y el o los fondos de pensiones que administre.

V. Valorización de activos

Objetivos:

La regulación debe procurar que los activos de los fondos de pensiones estén correctamente valorados, para evitar así transferencias intencionales de riquezas y sesgos en las decisiones de inversión, y para asegurar también que se genere información fidedigna a los usuarios y a otros agentes económicos.

Pautas:

V.1 Los activos en que se invierten los fondos de pensiones deben valorarse preferentemente de acuerdo a valor de mercado.

En el contexto de sistemas de pensiones de capitalización individual y contribuciones definidas, la valorización de las inversiones a precio de mercado contribuye a evitar que se produzcan transferencias intencionadas de riqueza entre partícipes con mayor y menor información, y entre los partícipes y las administradoras.

Los precios de mercado a utilizar para la valorización deben ser representativos y lo más recientes que sea posible. Como -especialmente en mercados pequeños- no siempre existen transacciones diarias de todos los instrumentos, e incluso existiendo transacciones, en algunos casos los precios de éstas no son necesariamente representativos (ya que, por ejemplo, pueden corresponder a transacciones muy pequeñas destinadas a “marcar” precios), se requiere definir procedimientos de aplicación común por todas las administradoras para determinar cuales serán los precios de mercado a utilizar en la valorización.

Estos procedimientos no deberían basarse en fórmulas basadas en precios promedios durante algún período de tiempo.

V.2 Cuando no existe precio de mercado, la normativa debe estimar dicho valor considerando estrictos criterios técnicos.

Cuando no exista un precio de mercado relevante para un determinado instrumento (lo que puede ocurrir por diversas razones, tales como ausencia de transacciones recientes del instrumento, o porque las transacciones sean por montos no representativos), es necesario que la normativa defina cual será el procedimiento que se deberá seguir para estimar dicho precio, en función del valor económico del instrumento.

En el caso de instrumentos de renta fija e intermediación financiera, se recomienda definir familias de instrumentos con características similares y estimar los precios faltantes sobre la base de los precios observados para los demás instrumentos de la familia respectiva. En el caso de títulos que no se transan habitualmente, los precios de compra del instrumento se pueden ajustar regularmente de tal forma que el premio por riesgo al momento de la compra se mantenga constante.

Para aquellos instrumentos de renta variable que no se transan regularmente en el mercado, se debe obtener el valor económico a través de entidades independientes, las que deben estar obligadas a utilizar criterios conservadores de valuación.

V.3 La metodología de valorización de los instrumentos de inversión debe ser única, clara y consistente, y debe actualizarse permanentemente, considerando la opinión de los diversos especialistas.

En cada momento del tiempo el precio de cada activo debe ser único, cualquiera sea el fondo de pensiones que lo haya hecho objeto de inversión; debe ser conocido por el mercado; y todas las administradoras deben utilizar dicho valor único al valorizar sus respectivas carteras.

Para garantizar este resultado, la metodología de valoración debe ser común para todos los fondos de pensiones, de modo que cada uno de los instrumentos esté igualmente valorado en las distintas carteras de inversión. Asimismo, es importante que la metodología sea clara y precisa, para evitar interpretaciones que arrojen distintos valores. Pequeñas diferencias en la forma de valorizar los instrumentos pueden motivar sesgos indeseados en las decisiones de inversión de los recursos previsionales, por lo que la metodología de valorización debe ser lo suficientemente específica como para asegurar un resultado único para cada activo.

La metodología de valorización debe ser de público conocimiento, ya que la transparencia dificulta la existencia de malas prácticas de valoración.

La metodología de valoración debe ser actualizada y perfeccionada en forma permanente, para incorporar los nuevos instrumentos financieros y adecuarse a cambios del mercado. Dicho proceso debe ser transparente.

V.4 La frecuencia de valorización se debe establecer según cual sea la frecuencia con que se producen los movimientos de los fondos de pensiones.

La frecuencia con que debe valorizarse una cartera de inversión resulta de un compromiso entre la necesidad de una valoración frecuente (con el objeto de evitar transferencias indeseadas de riquezas y entregar al público información que les permita comparar entre los fondos) y los costos asociados a ella.

En el caso de los sistemas mandatados de capitalización individual, caracterizados por movimientos (ingreso y egresos) diarios de los fondos de pensiones, que pueden incluir la transferencia de los recursos desde un fondo de pensiones a otro y el retiro o depósito de ahorros voluntarios, se requiere una valoración diaria de la cartera de inversiones.

V.5 El cálculo de los precios de valorización debe ser responsabilidad de una entidad independiente y sin conflictos de intereses.

La determinación de los precios de cada uno de los activos en que están invertidos los fondos de pensiones debe realizarla preferentemente un tercero, distinto al administrador y a los emisores de títulos, que esté libre de conflictos de intereses.

Aunque, en teoría, la existencia de una metodología única, completa, detallada, clara y consistente aseguraría un precio o valor semejante para un mismo título, independiente

de la institución que lo valore, es igualmente probable que se presenten problemas de interpretación, los podrían llevar a una aplicación inapropiada de la misma. Por lo tanto, resulta conveniente entregar la responsabilidad del proceso de valorización a una única entidad. En caso que exista más de una, la autoridad fiscalizadora debe verificar que todas ellas entreguen idénticos precios al mercado.

En general, no es conveniente que la autoridad supervisora determine los precios de valorización.

VI. Medición de desempeño

Objetivos:

Para que los partícipes puedan tomar decisiones adecuadas necesitan información sobre política de inversiones y características de los portafolios, incluyendo antecedentes sobre el desempeño histórico de los mismos. El desempeño se debe medir, a su vez, tanto en función de los retornos de la cartera de inversiones como de su riesgo.

Pautas:

VI.1 Los afiliados deben ser informados tanto del retorno como del riesgo asociado a los distintos fondos de pensiones.

Los Fondos de Pensiones estarán autorizados a invertir en múltiples clases de activos, algunos de los cuales tendrán retornos correlacionados. Producto de la volatilidad de los mercados financieros, las variaciones en el precio de estos activos ocasiona que, en el curso de sus operaciones, los Fondos de Pensiones estén expuestos a pérdidas patrimoniales. Con el objeto de administrar y limitar el riesgo de mercado en que los Fondos de Pensiones pueden incurrir, es necesario contar con una medición de estos. Esta medición también se hace necesaria para que el riesgo global del portafolio sea concordante con la tolerancia al riesgo de los partícipes.

También es importante que la comparación entre diferentes sociedades administradoras de fondos de pensiones se realice no sólo sobre la base del retorno, sino también al riesgo incurrido (si no se controla por riesgo, ocasionalmente se podría sobreestimar la habilidad de un administrador).

VII. Límites de inversión a los fondos de pensiones

Objetivos:

El objetivo fundamental de los límites de inversión es asegurar una adecuada diversificación de las carteras de inversión y cautelar que no se incurran en riesgos excesivos en contra del propósito del sistema previsional. Otros objetivos serían el velar por que el perfil de riesgo de los fondos sea consistente con la tolerancia al riesgo de los partícipes, y disminuir los potenciales conflictos de interés.

Aunque necesarios, los límites de inversión deben ser los menos posibles y aplicarse por igual a todas las administradoras y fondos de un mismo tipo.

Pautas:

VII.1 Los fondos de pensiones sólo se deben invertir en clases y tipos de instrumentos que estén previamente autorizados.

Los fondos de pensiones sólo deben invertir en activos que están expresamente autorizados. Sin embargo, la lista de activos autorizados debería, en general, incluir todas las categorías que se transan habitualmente en el mercado, quedando fuera de la misma sólo aquellos que por algunas características particulares, o por el eventual grado incipiente de desarrollo de su mercado y del propio sistema de pensiones, no resulten recomendables.

En general, no resulta apropiado prohibir la inversión en el exterior y en títulos de renta variable, por cuanto ello atentaría contra la adecuada diversificación de las carteras. La utilización de derivados debe estar permitida por cuanto otorga una mayor flexibilidad a la administración de la política de inversiones. Sin embargo, éstos deben ser utilizados en forma prudente y fundamentalmente para cubrir riesgos existentes en las carteras de los fondos de pensiones.

La lista de activos autorizados no debe constituir una recomendación de inversión para los fondos de pensiones.

VII.2 La estructura de límites de inversión debe ser consistente con el objetivo de maximizar el retorno y/o disminuir el riesgo de las carteras.

Los límites de inversión deben definirse como “límites máximos” y ser consistentes con el objetivo de procurar una adecuada diversificación de las carteras. Por lo mismo, ellos no deben restringir excesivamente el rango de estrategias de inversión permisibles a los gestores de fondos.

Los límites “mínimos” de inversión no son aceptables para ninguna categoría de activos, por cuanto podrían tener el efecto de impedir la desinversión en activos considerados indeseables por los gestores de fondos. La única excepción a esta regla se produce cuando las administradoras están autorizadas a gestionar distintos fondos de pensiones, cada uno con una característica distintiva. En este caso, los límites mínimos sirven para asegurar la adecuada diferenciación entre cada fondo.

Al definirse la estructura de límites, sólo se debe tener en consideración los objetivos del sistema previsional, y deberá evitarse cualquier otra consideración. En particular, no se debe diseñar la estructura de límites de inversión de los fondos de pensiones con el objeto de asegurar financiamiento para el presupuesto público o de promover otros programas sociales y económicos, cualquiera sea el mérito específico de éstos.

La suma de los distintos límites que eventualmente se fijen siempre debe dejar holgura suficiente a las administradoras para que escojan entre los distintos activos autorizados.

Deberá existir un procedimiento que permita a los fondos de pensiones, en circunstancias especiales, exceder los límites que se fije.

VII.3 La inversión de los fondos de pensiones en algunos activos autorizados debería estar sujeta a límites especiales.

Los fondos de pensiones se originan en un mandato previsional, por lo que se justifica algunas limitaciones especiales para invertir en activos con características especiales. Específicamente, parecen apropiadas las siguientes limitaciones:

a) *Activos de alto riesgo de solvencia.* La inversión en activos de alto riesgo de solvencia debe estar estrictamente limitada. Lo anterior debido a la baja tolerancia pública frente a pérdidas de capital de los fondos de pensiones y al consecuente alto riesgo político asociado a eventos de esta naturaleza. Por lo tanto, no es conveniente que los Fondos de Pensiones inviertan en títulos con alto riesgo de crédito.

En consecuencia, es recomendable que la inversión directa de los Fondos de Pensiones esté limitada a instrumentos que cuenten con clasificación de riesgo de “grado de inversión” otorgado por una agencia de clasificación que cuente con procedimientos reconocidos. En aquellos países en que no existan agencias de clasificación reconocidas, se deberá propender a su desarrollo.

b) *Inversión en un emisor o emisores pertenecientes a un mismo grupo empresarial.* Esta debería ser restringida a un determinado porcentaje del total de activos bajo administración.

c) *Personas relacionadas.* La inversión en instrumentos de deuda o capital correspondientes a emisores relacionados a la propiedad de la Administradora de Pensiones deberá estar estrictamente limitada.

d) *Limitaciones a la propiedad de una empresa.* Con el fin de equilibrar el debido ejercicio de los derechos políticos comunes a todos los accionistas, con el riesgo de intromisión en los asuntos que competen a la administración de las empresas, es prudente limitar la participación directa de los Fondos de Pensiones a un porcentaje máximo del capital social de una determinada empresa.

e) *Activos de baja liquidez y no registrados en algún mercado oficial.* Estos activos deben estar sujetos a mecanismos exigentes de aprobación, y tener límites máximos de inversión más bajos que los activos líquidos y registrados.

VII.4 El sistema de límites deberá diferenciar entre distintos tipos de fondos de pensiones.

En aquellos países donde las administradoras de fondos de pensiones estén autorizadas a ofrecer a sus partícipes más de un fondo de pensiones, 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.

VIII. Custodia

Objetivos:

La normativa aplicable a la custodia de los activos de los fondos de pensiones debe garantizar la seguridad de los instrumentos financieros y las operaciones realizadas con ellos (compras, ventas, cobro de cupones y dividendos, y otros).

Pautas:

VIII.1 Los títulos de inversión de los fondos de pensiones deben estar mayoritariamente en custodia externa, independiente de los administradores de los fondos.

La custodia externa en entidades no relacionadas con el administrador contribuye a que exista un doble control (del administrador y del ente custodio) sobre las operaciones del fondo de pensiones; a que se profesionalice la custodia de instrumentos; y facilita las transacciones del mercado de capitales.

Se debe fijar un porcentaje mínimo de las carteras de inversión que debe obligatoriamente estar en una custodia externa. Este porcentaje depende de las condiciones como opera el mercado de capitales en cada país. No resulta recomendable que títulos representativos de más del 10% de la cartera estén fuera de la custodia externa.

A medida que los títulos de inversión que transan en el mercado estén mayoritariamente en custodia, es posible aumentar el porcentaje que se obliga a mantener en custodia externa.

VIII.2 Los entes custodios externos de los fondos de pensiones deben estar especialmente autorizados para prestar este servicio.

Las instituciones de custodia externa que presten servicio a los fondos de pensiones, cualquiera sean ellas (Bancos Centrales; Tesorerías Públicas; bancos; depositarios privados; y otros) deben cumplir con requisitos exigentes en materia de experiencia, capital, calidad de instalaciones físicas, sistemas de seguridad y computacionales, seguros, auditorías externas, y adhesión a estándares reconocidos internacionalmente, para garantizar la existencia e integridad de los instrumentos financieros y las operaciones realizados con ellos.

Por otra parte, los títulos de las inversiones en el extranjero de los fondos de pensiones no requieren ser trasladados al país de origen para ser custodiados por depositarios o custodios locales, sino que pueden permanecer en custodia en bancos custodios globales, los que a su vez mantienen cuentas en los depositarios locales o internacionales.

Los custodios deben ser autorizados por una entidad competente que constate que reúnen las condiciones necesarias para otorgar servicios de custodia y liquidación de operaciones del mercado. Asimismo, el custodio debe ser permanente fiscalizado por un organismo competente.

VIII.3 Las custodias propias de los administradores de fondos de pensiones deben poseer adecuados mecanismos de seguridad.

Las administradoras mantienen total responsabilidad sobre la custodia interna, la que debería poseer mecanismos de seguridad semejantes a los que se exija a los custodios externos.

VIII.4 Las responsabilidades del Custodio y del administrador de fondos de pensiones deben estar claramente definidas en la regulación.

En el evento que se produzca la pérdida de un título de propiedad de un fondo de pensiones en la custodia externa, ya sea por extravío, robo, fraude, destrucción, o por cualquier otra causa, ello no debería significar pérdida alguna para los afiliados a la administradora respectiva.

Es indispensable que la normativa establezca claramente las responsabilidades que le corresponden a las distintas instituciones en caso de pérdida de un instrumento, dependiendo de las circunstancias en que se produzca dicho evento. Responsabilidades difusas no generarán los incentivos suficientes para que las distintas instituciones involucradas tomen todas las medidas de seguridad que son necesarias. Asimismo, pueden implicar un largo proceso judicial posterior para determinar responsabilidades, con la consiguiente incertidumbre para los partícipes y las mismas entidades involucradas.

IX. Procedimientos de transacción

Objetivos:

Las administradoras deben actuar en forma tal de minimizar los riesgos asociados a la ejecución de las transacciones con recursos del fondo de pensiones que gestionen.

Pautas:

IX.1 Las transacciones de títulos efectuadas con los recursos de los fondos de pensiones deben realizarse sólo en mercados autorizados.

Los mercados en que se autorice la transacción de los fondos de pensiones deben cumplir ciertos requisitos mínimos, tales como contar con un suficiente número de compradores y vendedores para asegurar así una correcta formación de precios; un adecuado grado de fiscalización; mecanismos de negociación eficientes; e información pública disponible. Cualquier excepción a esta regla deberá estar claramente autorizada.

Corresponderá a la entidad supervisora de los fondos de pensiones determinar cuales son los mercados autorizados.

IX.2 Cuando las inversiones de los fondos de pensiones se realicen a través de mandatarios, éstos deben contar con autorización especial para ofrecer este servicio

Eventualmente los administradores de los Fondos de Pensiones estarán autorizados a contratar mandatarios para la gestión de inversión de los fondos de pensiones. En este caso, dichos mandatarios deberán estar autorizados y regulados adecuadamente por una autoridad financiera competente; deberán contar con amplia experiencia en el manejo de los activos objeto del mandato; y deberán tener una clasificación de riesgo no menor a un nivel que se defina previamente, otorgada por una agencia de clasificación reconocida.

En lo posible, la regulación deberá ser neutra entre invertir a través de mandatarios y la inversión directa por parte del departamento de inversiones de las administradoras de fondos de pensiones, tanto en el ámbito local como en el internacional.

IX. 3. Cualquier conflicto de interés que surja al momento de asignar transacciones deberá resolverse a favor de los afiliados.

Las administradoras deberán establecer criterios para resolver eventuales conflictos de interés que surjan entre ésta y los fondos de pensiones que administra. En cualquier caso, los criterios siempre deben proteger preferentemente el interés de los afiliados.

IX.4 Las operaciones de compra y venta de activos entre fondos gestionados por una misma administradora se deben hacer siempre en condiciones de mercado.

Cuando se autorice a las administradoras a gestionar más de un fondo de pensiones se deberá regular las operaciones de compra y venta de activos entre dichos fondos. El objetivo de dichas regulaciones será el de evitar transferencias intencionales de riqueza entre los miembros de cada fondo.

Para alcanzar el objetivo anterior, resulta recomendable que las transacciones entre estos fondos se hagan en mercados formales y que sólo por circunstancias excepcionales se autorice las transferencias directas de activos.

Además, los siguientes mecanismos pueden ser utilizados en forma complementaria: a) el establecimiento de un registro previo de transacciones y/o b) la utilización de intermediarios distintos (o un mismo intermediario con el cual pueda operarse directamente mediante la utilización de códigos predefinidos y exclusivos) para cada Fondo de Pensiones.
