

# TENDENCIAS EN LA REGULACIÓN DE INVERSIONES

GUILLERMO LARRAÍN<sup>1</sup>

Este documento estudia las nuevas tendencias en la regulación y supervisión de los fondos de pensiones.

Los países que han adoptado sistemas de pensiones donde la capitalización individual juega un rol importante son, en su mayoría, países emergentes, con la excepción de Suecia. Sus sistemas administran ahorros obligatorios por ley, con garantías estatales que frecuentemente subyacen a estos ahorros y, además, los sistemas juegan un rol muy importante en la seguridad social. Estos tres elementos explican que la regulación de inversiones sea muy estricta, incluso se puede sostener, y en particular en el caso chileno, que es excesivamente estricta. Sin embargo, aquí se expondrán otras tendencias y, en particular, de aquellas que van a estar ocurriendo en los próximos años, tanto en Chile como también en toda América Latina. En concreto, estas tendencias tienen que ver con alivianar la carga regulatoria en materia de inversiones para permitir que los administradores profesionales puedan desplegar con mayor fuerza y energía sus capacidades de manejar portafolios eficientemente.

Una segunda dimensión posible a analizar se refiere a la diversificación. Ramírez (2006) expone la importante y creciente diversifi-

---

<sup>1</sup> Ingeniero comercial, Universidad Católica de Chile. Doctor en Economía por la École des Hautes Études en Sciences Sociales, París. Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones de Chile, entre los años 2003 y 2006, en cuya calidad se desempeñó como presidente de la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) y vicepresidente de la International Organization of Pension Supervisors (IOPS) que reúne a los organismos de supervisión.

cación que están teniendo las carteras mexicanas, política que se debiera promover en otras naciones. América Latina se diferencia de México en que los primeros se están concentrando en títulos estatales, lo cual representa un problema y, eventualmente, también un riesgo que hay que manejar. Por lo tanto, la diversificación también es una tendencia que va a estar ocurriendo en los próximos años y tampoco me voy a referir a ella porque en otras secciones de este libro se tratan estos temas. Un elemento particular de la diversificación es la inversión en el extranjero, pero tampoco me voy a mover en esa dirección.

Ustedes se preguntarán ¿a que se va a referir este señor entonces?. Me concentraré en lo siguiente. Cuando se dice: “hay que alivianar la carga regulatoria en el contexto en que hay garantías estatales” hay que preguntarse: “alivianan la carga regulatoria, ¿pero contra qué?, ¿qué límites cuantitativos voy a relajar para alivianar esa carga regulatoria y hacerla más eficiente?”. Ciertamente, la mejora de los gobiernos corporativos de los fondos de pensiones va a ayudar, y en este mismo libro existe un capítulo sobre este tema, que seguramente va a ayudar bastante a iluminar y sacar criterios sobre esto, además de responder a cómo construir políticas de inversión más claras, más transparentes.

Me enfocaré en los temas del control de riesgos. Cuando se comparan industrias paralelas a la industria de fondos de pensiones, como la banca y el sector asegurador en particular, lo primero que llama la atención es que hay bastante más consenso en esas industrias sobre cómo manejar el riesgo financiero. A modo de anécdota, un amigo que está haciendo su tesis doctoral sobre la historia de la banca me comentaba que en Pompeya ya había bancos antes que hiciera erupción el Vesubio. Con esto quiero decir que la industria bancaria es una industria muy antigua y, de hecho, en esta figura se aprecia que el señor ‘Prokulus’ aparece con una cartola bancaria en un fresco encontrado en Pompeya. Entonces, la primera idea a afirmar es que la industria bancaria es una industria muy antigua y que, por lo tanto, ha aprendido de sus errores y ha encontrando criterios relativamente aceptados entre todos los participantes, incluyendo los reguladores, sobre cómo regular esta industria. El sector de aseguradores es menos

antiguo que el sector bancario. En Roma también había algunas formas de seguro, pero fundamentalmente es una industria un poco más nueva. No obstante ello, y desde el punto de vista de la industria de los fondos de pensiones, tanto la industria bancaria como la industria aseguradora tienen más larga vida y han aprendido de sus errores con más tiempo. Los fondos de pensiones son bastante más nuevos y están en una fase de aprendizaje que en algunos casos es importante. Por ejemplo, el IOPS tiene todavía en consulta hasta el 31 de mayo próximo estos *Principles of Pension Supervision* (PPS). Este es un trabajo que ha hecho la IOPS, que es una organización muy nueva, con la OCDE y el Banco Mundial. Así, la armonización en la regulación de los fondos de pensiones privadas es algo que está en proceso, un camino que se está haciendo al andar y, muy particularmente, en los sistemas de contribución definida.

¿Cuáles son los principales riesgos que en el ámbito financiero debiéramos estar observando en un sistema de contribución definida?. Por un lado están los riesgos operacionales, que pueden significar pérdidas que pueden enfrentar los miembros o afiliados a un fondo de pensiones producto de fallas en los mecanismos de control interno o externo del administrador, estos últimos referidos a problemas de valoración, fallas de las contrapartes, fraudes, conflictos de intereses, etc. En este ámbito es donde vamos a poder avanzar más en los próximos años para ir llegando a estándares relevantes sobre materia de riesgo operacional y, probablemente, donde la mejora en los gobiernos corporativos de los fondos de pensiones puede tener más impacto.

¿Cuáles son los riesgos de inversión?. Se puede definir el riesgo de inversión como el riesgo de tener una fuente de ingreso insuficiente al momento del retiro y cuyo responsable sea la estrategia de inversión seguida por el administrador. Para evaluar este riesgo se deben excluir otras fuentes de riesgo sobre el ingreso final del trabajador como, por ejemplo, los riesgos derivados del mercado del trabajo. Por lo tanto, en nuestra regulación se deben excluir estas consideraciones y crear mecanismos de contabilización del *performance* de inversión de los administradores que no tengan que ver con el mercado del trabajo.

Ahora exploraremos ideas sobre el estado del arte en algunas de estas materias que parecen relevantes, esto fundamentalmente para países de la OCDE, tal como lo muestra el Cuadro N° 1. Por ejemplo, en materia de valorización de activos y pasivos hay, en general, consenso creciente de que los activos tienen que estar valorados a precios de mercado. Si bien esto es evidente, no lo es para todo el mundo. Esto es una muestra, precisamente, de que no hay criterios comunes en esta materia que parece tan básica. A principios del 2006 estuve en una conferencia en Ginebra, donde varios países planteaban que no necesariamente la valorización a precio de mercado era lo relevante porque podría inducir comportamientos de corto plazo indeseables desde el punto de vista del afiliado. Hoy día hay un consenso creciente sobre eso. Como se observa, existe una gran diversidad de opiniones sobre cómo se valorizan los pasivos.

¿Cómo se mitigan los riesgos y se llevan a cabo las acciones correctivas? En los Cuadros N° 2 y N° 3 se exponen estas experiencias para mitigar los riesgos y las medidas correctivas impulsadas. Acá hay algún tipo de criterio que ha tomado consenso, el cual es

**Cuadro N° 1**  
VALORACIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

Valoración	Método	País
Activos	Valor de mercado	Australia, Dinamarca, México, Países Bajos, Reino Unido
Pasivos (BD)	Subjetivo, depende de cada fondo	Australia
	Valor de Mercado, descontado por una tasa de interés fija, la cual refleja el riesgo financiero	Dinamarca
	Valor realista = valor presente esperado + margen del valor de mercado para riesgos inevitables	Países Bajos
	– FRS17/IAS19: valor esperado descontado a la tasa de bonos de la empresa – <i>Benchmark</i> (cota de diferencia): valor de recompra, descontado a una tasa similar a la de valores del Estado	Reino Unido

Fuente: SAFF en base a información pública de cada país.

generar mecanismos por etapas. En particular, el caso de Holanda donde se supervisa a los fondos de pensiones de abajo para arriba en función del grado de *under funding* que puedan tener. Quizás el caso más claro de esto sea el de Dinamarca, que instauró un sistema de semáforos, donde en función del grado de *funding* de los fondos de pensiones se establece si pueden tener luz verde, amarilla o roja, o negra, directamente. Las ventajas de este sistema es que permite ir graduando la intensidad de la supervisión. Cuando hay luz verde hay un estándar mínimo básico de supervisión sobre los fondos de pensiones, y a medida que van subiendo los colores la supervisión se intensifica o la autoridad puede entrar para decidir y abordar las cosas con mayor fuerza.

**Cuadro N° 2**  
MITIGACIÓN DEL RIESGO Y MEDIDAS CORRECTIVAS:  
AUSTRALIA Y DINAMARCA

País	Situación	Medidas	Estrategias posibles	Período de tiempo	Parte responsable
Australia	Técnicamente Insolvente	Plan de recuperación propuesto por FP	Fideicomisos no deben hacer pagos desde el fondo	5 años	Empleador-garante
Dinamarca	Luz negra (Fondos insuficientes)	Plan de recuperación propuesto por FP	Incrementa capital base, contribución de miembros y/o atracción de capital extra con accionistas	1 a 2 años	Compañías
	Luz roja	FSA puede ordenar que una compañía tome medidas necesarias	Reportes mensuales y mayor frecuencia de inspecciones en terreno	Tiempo límite especificado por la FSA	Compañías
	Luz amarilla	Supervisión intensificada	Reportes trimestrales y mayor frecuencia de inspecciones en terreno	Tiempo límite especificado por la FSA	Compañías
	Luz verde	Supervisión tradicional	Reportes anuales y aleatorios	No aplica	Compañías

*Fuente:* SAFP en base a información pública de cada país.

Hay una tercera dimensión referida a los riesgos financieros, y de especial relevancia en los países con contribución definida. Australia no tiene implementado un esquema de medición de riesgo financiero y de supervisión basada en ese tipo de medición, a diferencia de México que sí lo está implementando, convirtiéndose en el primer país que adopta formalmente un esquema de medición del riesgo financiero en países de contribución definida. Esta modalidad existe en los países de beneficio definido pero no en los de contribución definida.

Me parece que esto de todas formas es incompleto. Debemos seguir avanzando en mecanismos de riesgo operacional, pero además el

**Cuadro N° 3**  
MITIGACIÓN DEL RIESGO Y MEDIDAS CORRECTIVAS:  
PAÍSES BAJOS Y REINO UNIDO

País	Situación	Medidas	Posibles estrategias	Período de tiempo	Parte responsable
Países Bajos	Fondos insuficientes	Plan de recuperación propuesto por los FP	Política de primas y de corrección monetaria. Cambios en la estrategia de inversión y en el régimen de pensiones	1 año	Fondos de Pensiones
	Deficiencia en fondos de estabilización	Plan de recuperación propuesto por los FP	Política de primas y de corrección monetaria. Cambios en la estrategia de inversión y en el régimen de pensiones		Fondos de Pensiones
	Capital libre				Fondos de Pensiones
Reino Unido	Técnicamente insolvente	Plan de recuperación acordado por empleador y depositario	Aportes adicionales de empleadores, ajustes en las contribuciones, la edad de jubilación y los planes de beneficios	10 años	Empleador-garante

Fuente: SAFP en base a información pública de cada país.

gran tema es el de la medición y la evaluación del riesgo financiero. La metodología de evaluación del VaR tiene sus problemas. A pesar que puede ser más o menos compatible con una visión de largo plazo, el VaR genera incentivos para la toma de decisiones de muy corto plazo. Por ejemplo, cuando las bolsas caen uno se pregunta si tiene sentido que los fondos de pensiones reaccionen frente a esto. Por ello, hay que ser precavidos con nuestra regulación y supervisión para que no induzca decisiones de los fondos de pensiones basadas en el corto plazo. Esto es crucial porque, desde la perspectiva de una gran parte de los afiliados, todos estos *shocks* son transitorios y, por lo tanto, debiéramos permitirles a los fondos de pensiones que tengan la capacidad de superar estos *shocks* que eventualmente van a ser transitorios. Ahora, ¿cuál es la forma de hacerlo?. Es difícil. Chile está en una situación quizás de avanzada en esto porque está trabajando con el Banco Mundial en el desarrollo de un procedimiento de medición y de supervisión basado en riesgos, que aún hoy no está muy claro adónde va a llegar.

El riesgo que hay que mitigar en un sistema de contribución definida es un riesgo que es bastante elusivo y de difícil definición. La mayor parte del riesgo normalmente es absorbido por el afiliado, pero hay otras partes interesadas, el gobierno por ejemplo, si es que hay garantías estatales subyacentes. El pilar uno o el pilar cero también están asumiendo algún tipo de riesgo, aunque la definición de estos pilares en Chile es muy mala y en la práctica no sirven a dicho propósito y por ello es que hay que reformarlos. En todo caso, la mirada sobre el sistema de pensiones debe ser como un sistema global, los fondos de pensiones son una parte importante de un sistema mayor.

Ahora, ¿cuáles son estos riesgos que enfrenta el afiliado que debiéramos estar mitigando?. Ya lo decía: no recibir suficientes ingresos al final de su vida laboral. Esto a uno lo debiera al menos llevar a preguntarse si es razonable o no considerar la creación de pasivos nocionales o alguna forma de objetivo de tasa de reemplazo, para enseguida poder evaluar si ese objetivo está en riesgo o no. Eso podría cambiar bastante la naturaleza con la cual están hoy día operando los sistemas de pensiones, pero es una pregunta que está en el aire. Pero luego de identificar el riesgo es necesario

medirlo. ¿Cómo se mide, cuál es la probabilidad de ocurrencia de estos riesgos?, ¿cuál es la pérdida monetaria que se asocia a cada uno de estos riesgos para personas que están en distintas etapas de su vida? Entonces, la definición, manejo y medida de riesgo en el mundo de la contribución definida es francamente bastante poco clara. No obstante, en el Cuadro N° 4 se presentan algunas de estas medidas de riesgo financiero.

**Cuadro N° 4**  
MEDIDAS DE RIESGO FINANCIERO

País	Aplicado a	Medida	Meta	Basado en
Australia (PAIRS)	CD	Cualitativo	Diversificación y volatilidad	Cartera de activos
	BD, Compañías de seguros	Cualitativo y Cuantitativo	Apareamiento de activos y pasivos (medios y duraciones), e Índice de Solvencia	Cartera de activos y Valoración de pasivos
Dinamarca (Sistema de semáforos)	BD: Compañías de seguros y Fondos de pensiones a nivel de la industria	Cualitativo y de Escenarios	Índice de Solvencia ajustado por Riesgo y Requisito de Capital Base	Prueba de sensibilidad de los activos y pasivos
Mexico	CD	Cuantitativo	VaR diario de 0,6%	Cartera de activos
Países Bajos (FTK)	BD	Escenario base	Índice de Solvencia y Requisito de Capital	Prueba de sensibilidad de activos y pasivos
Reino Unido (comparación con valor de recompra total)	BD	Cualitativo	Provisiones Técnicos dentro del 70-80% del valor de recompra total	Valoración de pasivos

Fuente: SAFP en base a información pública de cada país.

El sector de pensiones es una industria que está en fase de desarrollo y tiene un largo camino por avanzar. Hay muchas preguntas abiertas, algunas de ellas pueden hacer que se modifique la forma en cómo se concibe la industria propiamente tal y, si se quiere evitar esa discusión, entonces se debe pensar en la mitigación de riesgos a nivel del sistema, es decir, en la suma de todos los pilares, que es la que en definitiva es capaz de proveer al afiliado al final del día una pensión decente y financieramente solvente.

Hay grandes preguntas acerca de las tendencias que se van a abrir en la regulación y la supervisión durante los próximos años. Creo que es un campo abierto, un campo sobre el cual va a haber que trabajar mucho y donde la industria, sin duda, tiene mucho que aportar.