

MULTIFONDOS: EL CASO DE PERÚ

PROPUESTA DE UN NUEVO MODELO BASADO EN LA CREACIÓN DE VALOR PARA EL AFILIADO

MELVIN ESCUDERO¹

En diciembre de 2005 se puso en marcha el sistema Multifondos peruano. Con ello se inició la implementación del nuevo modelo de gestión privada de pensiones basado en la creación de valor para el afiliado que se está desarrollando en nuestro país. Al respecto, se debe resaltar que en la elaboración del mismo se aprovechó las experiencias de casos anteriores. En particular la revisión de casos latinoamericanos como el chileno y mexicano además de experiencias de otros países de diferentes regiones tales como Estados Unidos, Canadá, Australia, Singapur, Inglaterra, Suiza y Holanda. Asimismo, se revisó el funcionamiento y las prácticas utilizadas por varios administradores de inversiones considerados como los mejores gestores de fondos de pensiones a nivel mundial (*top best pension fund managers*).

En la revisión de la experiencia internacional se encontraron dos referencias a modelos básicos que, manteniendo ciertas diferencias, se aplican en los diversos países: el modelo basado en la gestión de inversiones implementado en Chile y anteriormente en

¹ Licenciado en Economía, Universidad del Pacífico. Ha realizado estudios de especialización en universidades del exterior incluyendo Wharton, Berkeley y Harvard; así como varias pasantías en temas vinculados a inversiones de fondos de pensiones en diversos países de Sudamérica, Norteamérica y Europa. Intendente de AFP, encargado del Departamento de Supervisión de la Gestión de las Carteras Administradas en la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú.

el Perú (*investment based model*) y el modelo basado en la gestión de riesgos que actualmente es utilizado por México y Australia (*risk based model*).

Sin embargo, considerando la experiencia de los mejores administradores de pensiones, y las mejores prácticas en inversiones y riesgos aplicadas por la industria global de gestión de activos, encontramos que la existencia de un nuevo enfoque más integral que los dos anteriores permitiría responder mejor a las dos preguntas esenciales de un sistema de pensiones: ¿Quién es el principal beneficiario del sistema? y ¿cuál es el riesgo fundamental del sistema?. La respuesta a la primera pregunta es que el beneficiario del sistema es el afiliado, quien es el agente que aporta de sus ahorros mensuales para obtener su pensión. Por ello, cualquier otro beneficio que se genere como externalidad positiva del sistema siempre debe subordinarse a los intereses del propietario de los fondos de pensiones. La respuesta a la segunda pregunta es la posibilidad de que al momento de la jubilación del afiliado, en un sistema de contribución definida como el peruano, la pensión recibida no cumpla con las expectativas iniciales y se considere que el sistema de pensiones haya fracasado, situación que se debe tratar de evitar y de prevenir lo más temprano posible.

De esta manera, por sus características particulares, el modelo que se viene implementando en Perú puede denominarse como de supervisión y regulación basada en la creación de valor para el afiliado (*value based model*). Adicionalmente, a las iniciales dos preguntas, el modelo propuesto agrega dos nuevas: ¿Cuál es la fuente de generación de valor para el afiliado en el sistema privado de pensiones? y ¿cómo se la puede potenciar?. La respuesta es directa y clara: el valor proviene del nivel de aporte y del rendimiento obtenido por las inversiones, en particular del efecto denominado capitalización. En este sentido, la capitalización se convierte en la variable crítica del modelo, de modo que el reto es cómo potenciarla. Ello debido a que en el largo plazo aproximadamente alrededor del 80% de la pensión esperada por un afiliado a un sistema exitoso proviene del efecto capitalización (y solo alrededor del 20% de los aportes iniciales). En este sentido, considerando las diferentes etapas de creación de valor en el sistema de pensiones,

rentabilidad y por tanto una mayor capitalización para el beneficiario del sistema: el trabajador afiliado. En este contexto, el concepto de círculo virtuoso resulta apropiado, debido a que los diferentes factores y agentes que participan en el proceso de generación de la rentabilidad, dentro de un escenario “ganar-ganar”, interactúan de manera continua complementándose y retroalimentándose con una frecuencia permanente.

Se debe destacar, tal como se observa en el gráfico anterior, que en este modelo, basado en creación de valor, el actuar del regulador y supervisor resulta crítico pues se reconoce que una regulación o supervisión restrictiva que limite la dinámica de la creación de valor puede, lejos de proteger al afiliado, convertirse en un agente que disminuya o destruya las posibilidades de crear mayor valor o rentabilidad para los trabajadores. En este sentido, en el modelo propuesto corresponde a las autoridades del sistema privado de pensiones desempeñar un rol proactivo que permita alinear y promover el accionar de los diferentes agentes que interactúan en el sistema, complementando las funciones de supervisión prudencial y de control financiero. Finalmente, se puede observar que el modelo propuesto reconoce que la rentabilidad se genera en los mercados y por tanto es la economía, ya sea doméstica o internacional, la que forja estos retornos dependiendo de cuánto se esté invirtiendo y diversificando en los diferentes mercados.

2. La Gestión de las Inversiones

A diferencia del modelo de multifondos chileno, que cuenta con un sistema de cinco fondos de pensiones, el esquema de multifondos peruano ha establecido la existencia de solo tres tipos de fondos, tal como se puede observar en el Cuadro N° 1: el fondo 1, o fondo conservador, presenta retorno y riesgo esperado bajo; el fondo 2, o fondo balanceado, con retorno y riesgo esperado moderado; y el fondo 3, o fondo de crecimiento, con retorno y riesgo esperado alto.

En el proceso de diseño de este nuevo modelo multifondos surgió la pregunta de cuál debería ser el objetivo de maximización del nuevo sistema: la maximización de la rentabilidad nominal y real o de la rentabilidad ajustada por riesgo. La respuesta no admite ma-

Cuadro N° 1
TIPOS DE MULTIFONDOS

	Rentabilidad esperada	Riesgo esperado
Fondo 1 (Conservador)	Baja	Bajo
Fondo 2 (Balanceado)	Media	Moderado
Fondo 3 (Crecimiento)	Alta Alto	

Fuente: elaboración del autor.

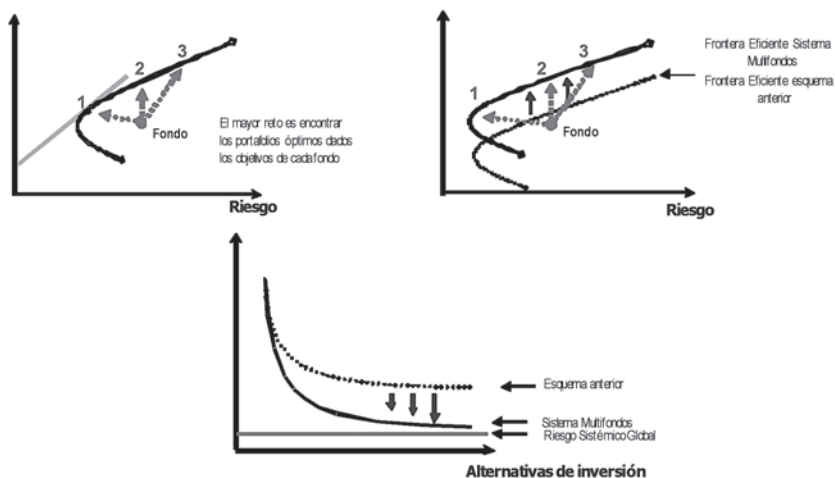
yores objeciones. El esquema multifondos, basado por definición estructural en la diferenciación de riesgo entre los tres tipos de fondos, tiene el objetivo de maximizar el retorno ajustado por riesgo. Es decir, optimizar las inversiones de los nuevos tres tipos de fondos en el marco de la teoría moderna de portafolios.

Este proceso de optimización de portafolios plantea el reto de alcanzar la frontera eficiente de inversiones que ofrezca los mayores niveles de rentabilidad factibles, dada una determinada capacidad de acceso a las diversas alternativas de inversión disponibles en los mercados locales e internacionales. Por ello, el modelo basado en la creación de valor incorpora la posibilidad y necesidad de diversificar las inversiones en la mayor cantidad posible de alternativas y modalidades de inversión que los diferentes mercados ofrezcan. Con este enfoque de flexibilización en las inversiones se pretende lograr el objetivo de maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo para cada tipo de fondo (conservador, mixto y de crecimiento). Como se puede observar en el gráfico siguiente, el permitir nuevas alternativas de inversión tiene un doble efecto sobre la *performance* de los fondos: por un lado, mejora las condiciones para obtener mayores retornos y, por otro, favorece la diversificación y por tanto la reducción de los riesgos.

Para comprender el significativo impacto de estas medidas se debe tener en consideración los siguientes dos conceptos básicos vincu-

Gráfico N° 3

REGULACIÓN Y FRONTERAS EFICIENTES: MAXIMIZAR LA RENTABILIDAD AJUSTADA POR RIESGO



Fuente: elaboración del autor.

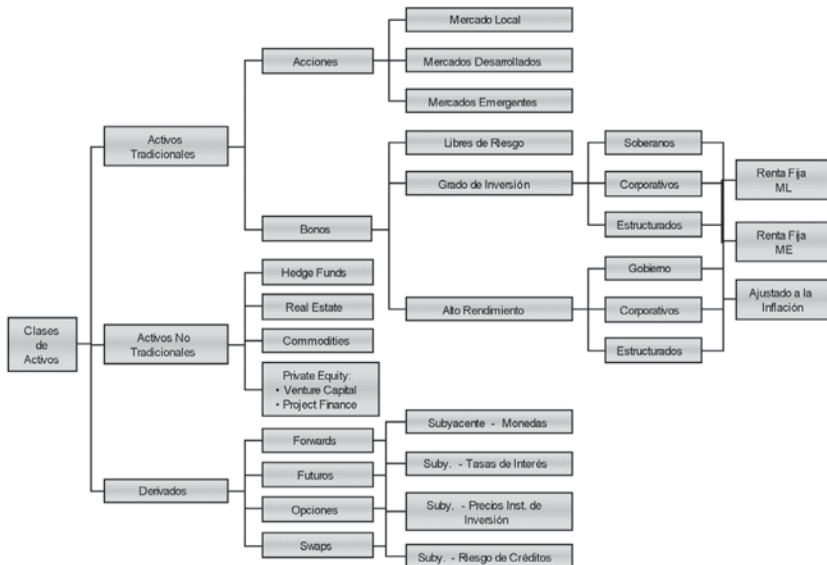
lados al efecto capitalización. El primero es que el logro de 1% de rentabilidad adicional de manera permanente durante el periodo de 30 años podría generar una ganancia adicional de entre 20% y 30% más de pensión esperada. En este sentido, alcanzar mejores fronteras eficientes tendría un impacto sustancial en la posibilidad de lograr una buena pensión futura. El segundo concepto, es que cuanto antes se inicie esta reforma el impacto esperado de la capitalización será mayor. Es decir, cuanto más tiempo se espere para flexibilizar las alternativas de inversión se reducirá el periodo de acumulación y de capitalización por lo que el impacto en la pensión esperada de la reforma podría ser menor.

En este contexto, la regulación del nuevo sistema multifondos peruano ha adoptado una estrategia gradual desde hace dos años permitiendo la apertura por etapas de nuevas alternativas de inversión disponibles en los mercados domésticos e internacionales. Este gradualismo responde a la necesidad de aprovechar las oportunida-

des generadas por las nuevas alternativas de inversión pero de modo que exista una convergencia apropiada con el desarrollo de las capacidades internas de las administradoras para gestionar mejor los riesgos de inversión. El Gráfico N° 4 permite visualizar la totalidad de las alternativas de inversión de los fondos de pensiones peruanos que se permitirán en el nuevo modelo basado en la creación de valor, cuya apertura total debe concluir el 2007.

De esta manera, desde el año 2004 se ha venido autorizando la inversión en los activos alternativos como acciones privadas, *real estate*, *project finance* entre otros; así como en algunos derivados, como es el caso de los *forwards* y algunos tipos de opciones. Asimismo, a principios de 2007 se espera autorizar a las AFP el pleno uso de las alternativas ofrecidas por el mercado de derivados, no solamente para fines de cobertura de riesgo sino también a

Gráfico N° 4
ALTERNATIVAS DE INVERSIÓN DISPONIBLES PARA LOS MULTIFONDOS



Fuente: Elaboración del autor.

través de notas de capital protegido con la finalidad de mejorar la eficiencia en la gestión del portafolio. Con el uso de derivados se busca cubrir los riesgos tanto de monedas, de tasas de interés, de precios de los diferentes activos así como también de los riesgos de crédito.

Por otro lado, en el Cuadro N° 2 se detalla la categorización por instrumentos introducida por el modelo multifondos que incluye el nuevo concepto de categoría de instrumento o clase de activo, el mismo que se refiere a la agrupación de varios tipos de alternativas de inversión similares como son: la renta variable (títulos accionarios y similares), la renta fija (títulos de deuda y similares), los instrumentos derivados y los activos en efectivo o cash. Este cambio permitió la eliminación de los límites por tipo de instrumento siendo sustituidos por los nuevos límites agregados por clase de activos, los cuales se adaptan mejor al nuevo modelo por ser mucho más flexibles.

En el Gráfico N° 5 se puede observar la composición de los tres perfiles de fondos disponibles luego de 10 meses de haber entrado en operatividad. Las cifras muestran que el factor diferenciador de las carteras de inversión son las acciones: el fondo tipo 1 tiene el límite de 10% en acciones utilizado al tope; el fondo tipo 2 el 45% de acciones también está en la misma situación y el fondo tipo 3 registra 77% en acciones, nivel cercano al límite de 80%.

Por otro lado, la flexibilidad de las alternativas de inversión antes señalada es complementada con la obligatoriedad de implementar y cumplir con las mejores prácticas en inversiones y riesgos. Para ello, el nuevo modelo introduce procedimientos e incentivos que orientan la gestión profesional de las inversiones para alcanzar los mejores estándares internacionales.

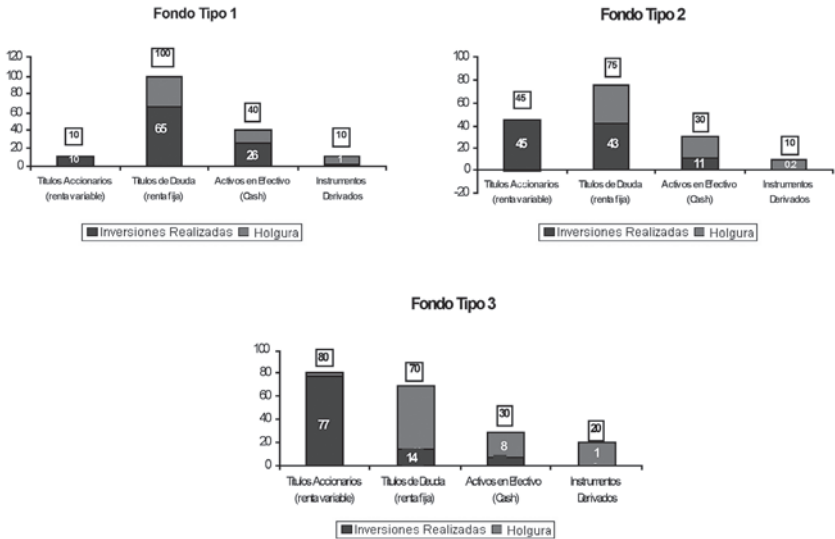
Tal como se puede observar en el Cuadro N° 3, se incorpora como requerimiento regulatorio la existencia de políticas de inversión disciplinadas basadas en un enfoque integral, consistente y ordenado de actividades y procedimientos. ¿Qué involucra esta medida?. Primero, los gestores deben planificar y determinar qué es lo que se quiere alcanzar en el largo plazo, incluyendo el objetivo del

Cuadro N° 2
INSTRUMENTOS ELEGIBLES PARA LOS MULTIFONDOS

TÍTULOS ACCIONARIOS (RENTA VARIABLE)		
Acciones	Certificados de Suscripción Preferente	ADR/GDR
Fondos Mutuos Accionarios	Fondos de Inversión Accionarios	Instrumentos Titulizados Accionarios
TÍTULOS DE DEUDA (RENTA FIJA)		
Bonos Corporativos y de Instituciones Financieras	Acciones Preferentes	Bonos y Notas del Gobierno
Bonos de Agencias	Bonos Regionales	Bonos Municipales
Bonos Multilaterales	CDs de Bancos Centrales	Bonos Hipotecarios
Bonos de Arrendamiento Financiero	Bonos Subordinados	Bonos Estructurados/ Engrapados
Bonos Nuevos Proyectos	Bonos de Concesiones	Bonos Convertibles
CDs Bancarios	Fondos de inversión Renta Fija	Bonos de Fondos de Inv. Inmobiliarios
Instrumentos Titulizados	Pactos de Recompra /Repos)	Letras Hipotecarias
Pagarés	Fondos Mutuos de Renta Fija	Fondos de Inversión de Renta Fija
INSTRUMENTOS DERIVADOS		
Futuros	Opciones	Forwards
Swaps	Underlying (Tipo de Cambio, Precios, Tasas, Crédito)	
ACTIVOS EN EFECTIVO (CASH)		
Fondos Mutuos de Corto Plazo	Cuentas Corrientes	Depósitos a Plazo
CDs Bancarios	Papeles Comerciales	Pactos de Recompra (Repos)
Operaciones de Reporte	Pagarés, Letras	Instrumentos de Corto plazo/ Engrapados

Fuente: Elaboración del autor.

Gráfico N° 5
COMPOSICIÓN DE LOS MULTIFONDOS POR CATEGORÍA DE INSTRUMENTO AL 30 DE SEPT. 2006



Fuente: Boletín Estadístico de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

fondo y la asignación de activos que le corresponda. Segundo, deben establecer políticas de mediano y corto plazo que permitan desviaciones temporales del objetivo para cada tipo de fondo. Tercero, deben adoptar un esquema profesional de inversiones que permita la construcción de portafolios óptimos que finalmente tengan que ser permanentemente monitoreados a través de una serie de indicadores de *performance* relativo que involucren la introducción de *benchmarks* por clase de activo.

Cabe resaltar que en el caso peruano, el último punto del cuadro anterior, referido a la evaluación de *performance*, tendrá mucha importancia en la gestión de las inversiones. Al respecto, actualmente se publica mensualmente la rentabilidad de cada fondo medida en términos reales y nominales a 12, 24, 36 meses, y así sucesivamente. Sin embargo, a partir del año 2007 luego de los primeros 12 meses de iniciado el sistema multifondos, se empeza-

Cuadro N° 3

POLÍTICAS DE INVERSIÓN DISCIPLINADAS

Actividad	Mejores prácticas
1. Definir los objetivos de cada Fondo (Portafolio)	<ul style="list-style-type: none"> - Perfil de objetivo de rentabilidad ajustado por riesgo - Perfil del afiliado al que se dirige el fondo - Perfil de los riesgos asumidos
2. Asignación de Activos Estratégica de Largo Plazo de cada Fondo	<ul style="list-style-type: none"> - Categorías de instrumentos de inversión elegibles - Horizonte de inversión objetivo de largo plazo - Diversificación objetivo a largo plazo - Indicadores de referencia de rentabilidad para cada categoría
3. Asignación de Activos táctica de cada Fondo	<ul style="list-style-type: none"> - Describir los criterios estratégicos para las desviaciones sobre las asignaciones de largo plazo - Explicar los criterios para seleccionar estrategias de inversión activas y pasivas - Procedimiento y metodología de monitoreo - Describir los estilos de inversión tomados en cuenta - Definir límites internos y desviaciones máximas
4. Selección de instrumentos de inversión (política de inversiones para cada tipo de instrumento)	<ul style="list-style-type: none"> - Definir los criterios de selección entre la gestión interna o externa - Objetivo de inversión por tipo de instrumento - Instrumentos u operaciones de inversión elegibles - Límites o restricciones aplicables - Definición de parámetros de riesgo
5. Construcción de portafolios óptimos para cada Fondo	<ul style="list-style-type: none"> - Criterios para la construcción de portafolios - Características de la política de compras y ventas - Modelos de optimización
6. Monitoreo y rebalanceo de los portafolios de cada Fondo	<ul style="list-style-type: none"> - Análisis de desempeño de los retornos ajustados por riesgo - Política de rebalanceo por categorías y tipos de instrumentos de los portafolios

Fuente: elaboración del autor.

rá a publicar un nuevo indicador de rentabilidad para cada uno de los tipos de fondos: la rentabilidad ajustada por riesgo. Este concepto básico, trae consigo la posibilidad de cambios importantes en los incentivos que surgen en el proceso de construcción de los portafolios, pues pone al mismo nivel de relevancia tanto los retornos como los riesgos que asumen tales carteras de inversiones.

Adicionalmente, la evaluación de *performance* (ver Cuadro N° 4) incorporada con el objeto de mejorar la medición de la gestión de los portafolios permitirá comparar los retornos ajustados por riesgo de cada clase de activo con sus respectivos *benchmarks*, identificando los factores que más contribuyeron a explicar los resultados obtenidos. En el caso peruano hay cinco clases de activos o categorías de instrumentos a considerar: acciones locales, acciones internacionales, deuda local, deuda internacional y activos en efectivo o cash.

Cuadro N° 4
PERFORMANCE ATTRIBUTION ANALYSIS

Clase de Activo Indicador de Rentabilidad	Títulos Accionarios				Títulos de Deuda				Activos en efectivo	Fondo Tipo I
	Mercado Local		Mercado Internacional		Mercado Local		Mercado Internacional			
Rentabilidad Nominal (Rnom)		Benchmark		Benchmark		Benchmark		Benchmark		Benchmark
Rentabilidad Real (Rreal)		Benchmark		Benchmark		Benchmark		Benchmark		Benchmark
Rnom / DesEstand Rnom		Benchmark		Benchmark		Benchmark		Benchmark		Benchmark
Sharpe Ratio		Benchmark		Benchmark		Benchmark		Benchmark		Benchmark
Tracking Error										
Information Ratio										

Fuente: elaboración del autor.

Adicionalmente, como se observa en el cuadro anterior, de manera gradual también se introducirán otros indicadores de *performance* como son el *sharp ratio*, el *tracking error* y el *information ratio*.

Para entender la gradualidad aplicada, es necesario tener en consideración que la misma ha sido condicionada por la complejidad del cambio que se viene realizando. A manera de ejemplo se puede señalar que no sería adecuado pedir a los jugadores de fútbol (gestores en el modelo peruano anterior) que de un día para otro sean expertos en hockey sobre hielo (gestores en el modelo nuevo). A pesar de que ambos deportes (esquemas) tienen el objetivo de anotar “goles” (obtener rentabilidad), los niveles de dificultad para llegar a esta meta son diferentes en cada caso. El arco o portería en la cancha de fútbol es mucho más grande (la rentabilidad nominal). A su vez el arco o portería en una cancha de hockey sobre hielo es relativamente más pequeño (la rentabilidad ajustada por riesgo). La diferencia de tamaño es significativa: 7,32 metros de

largo por 2,44 metros de altura para hacer goles en cancha de fútbol versus 1,8 metro de largo por 1,2 metro de alto en la cancha de hockey sobre hielo.

Sin embargo, como se podrá ver en las siguientes secciones, el nuevo modelo peruano incorpora contrapesos (*trade off*) a la amplia flexibilidad de las inversiones mediante la introducción de un nuevo esquema de gestión de los riesgos, la adopción de obligaciones fiduciarias profesionales y el cambio en el enfoque de supervisión y regulación que considera las variables antes señaladas.

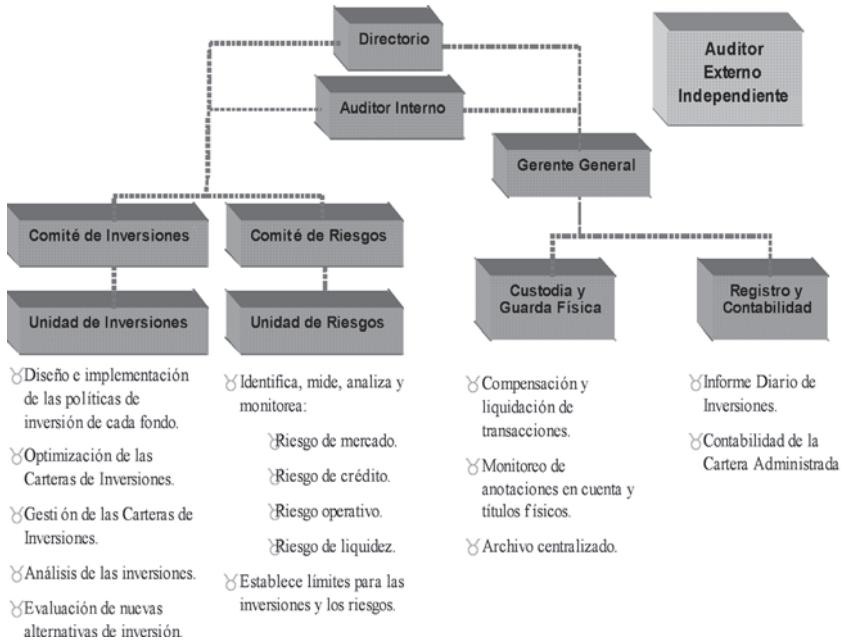
3. La Gestión de los Riesgos de Inversión

En el anterior contexto basado en la flexibilidad de las inversiones, las políticas de inversión disciplinadas y el análisis de *performance* que considera el retorno ajustado por riesgo; la gestión profesional de riesgos adquiere una considerable importancia dentro del modelo basado en la creación de valor.

El primer reto hacia la consolidación de un elevado estándar de gestión profesional de riesgos fue el de establecer una estructura organizacional adecuada que garantice que los objetivos del modelo se alcanzarían en el marco del cumplimiento de las mejores prácticas en inversiones y riesgos. El Gráfico N° 6 permite visualizar la estructura de gestión de los fondos de pensiones peruanos. Las mejores prácticas involucran claras divisiones entre la gestión de inversiones (*front office*), la gestión de riesgos (*middle office*), la gestión de la compensación, liquidación, registro y contabilidad de las inversiones (*back office*), y las responsabilidades del directorio y las auditorías interna y externa.

El segundo reto fue establecer las responsabilidades y funciones necesarias para implementar y reforzar un esquema integral de gestión profesional de riesgos que tiene el objetivo de identificar, medir, evaluar, gestionar y reportar todos los tipos de riesgos que asumen los portafolios de inversión, sean estos cuantitativos y cualitativos, incluyendo los riesgos del mercado, de crédito, operacional y de liquidez (ver el Cuadro N° 5).

Gráfico N° 6
ESTRUCTURA DE LOS FONDOS DE PENSIONES



Fuente: Elaboración del autor.

Adicionalmente, el nuevo modelo multifondos introduce la necesidad de que la propia AFP establezca sus propios límites de riesgo y que posteriormente estos obtengan la conformidad de la Superintendencia, momento a partir del cual pasan a ser de carácter obligatorio. Esta situación permite incorporar en el modelo de optimización las variables de riesgos de manera que pueda existir una diferenciación efectiva entre las distintas administradoras y sus respectivos portafolios de inversión. La fijación de límites de riesgo para el sistema por parte del regulador podría limitar la capacidad de diferenciación y el logro de una adecuada optimización.

Complementariamente, el nuevo modelo plantea que la rentabilidad mínima sea una variable obtenida a partir del valor en riesgo relativo y sea propuesta por la propia administradora, lo cual tam-

bién permitirá incorporarla como variable endógena al modelo de optimización.

Estas dos últimas medidas representan una alternativa al concepto de la rentabilidad promedio del sistema, el cual en el modelo antiguo generaba incentivos de “comportamiento manada” y se

Cuadro N° 5 GESTIÓN PROFESIONAL DE LOS RIESGOS

Responsabilidad:

Las AFP deben identificar, medir, analizar, monitorear, controlar, informar y revelar los riesgos de inversión a que puedan estar expuestas las Carteras Administradas, sean estos cuantificables o no.

Riesgo de Mercado:

- Modelos y sistemas de medición para evaluar y dar seguimiento a todas las posiciones.
- Calcular el valor en riesgo realizando análisis de sensibilidad a factores de riesgo, uso de información histórica y escenarios para el análisis de la contribución al riesgo de tales factores (modelos VAR, *stress* y *back testing*).
- Elaborar planes de contingencia.

Riesgo de Crédito:

- Procedimientos de análisis y seguimiento crediticio.
- Calcular la probabilidad de incumplimiento de pago de cada instrumento y emisor (matriz de transición).
- Analizar las pérdidas esperadas.

Riesgo de Liquidez:

- Estimar los retiros de recursos.
- Estimar las pérdidas por ventas de activos ilíquidos
- Planes de acción para mitigar la iliquidez.

Riesgo Operativo:

- Proponer y monitorear la implementación y el establecimiento de sistemas de control interno.
- Definición de procesos, identificación de fallas y planes de contingencia.
- Registro de incidencias por procesos (Risk Scoring).

Límite de Riesgo:

Las AFPs proporcionan límites de riesgo asociados a los criterios anteriores los cuales serán de cumplimiento obligatorio.

Rentabilidad Mínima:

La Rentabilidad Mínima estará basada en el cálculo del Var Relativo.

Fuente: Elaboración del autor.

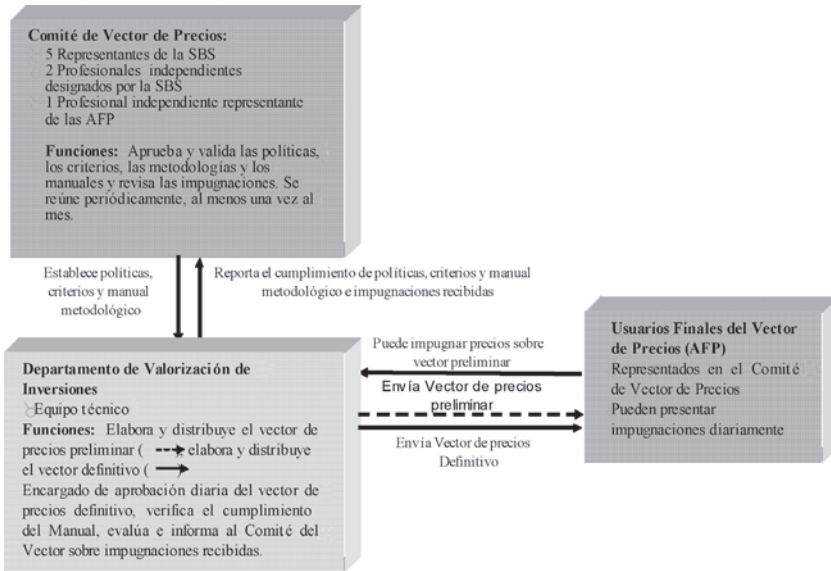
había constituido en una de las principales críticas al modelo de inversiones.

El tercer reto fue mejorar la realidad práctica de que los riesgos no pueden ser adecuadamente cuantificados, en particular los de mercado, si no existe un sistema de precios apropiado. El problema en el Perú es el bajo nivel de desarrollo del mercado de capitales doméstico, en particular la iliquidez del mercado de deuda corporativa. En este sentido y ante la ausencia de entidades privadas que provean precios (*price vendors*) en el mercado peruano, el supervisor ha tomado desde hace 3 años la iniciativa de mejorar el sistema de valorización conocido como “vector de precios” siguiendo las mejores prácticas internacionales en esta materia. La estructura de generación del vector de precios se puede observar en el Gráfico N° 7. Este sistema de valorización permite el establecimiento de un comité de precios plural que incluye a funcionarios del ente supervisor y a representantes del mercado y de las administradoras. Asimismo, se contrató los servicios de un auditor externo (un *price vendor* extranjero) con el apoyo de algunas agencias multilaterales para el desarrollo de este proyecto. Sin embargo, en el futuro una vez que el mercado peruano lo permita, el supervisor privatizará este sistema de generación de precios.

De esta manera, a partir de inicios de 2006 se publican las Curvas Cupón Cero Soberanas las mismas que son una información clave para la valorización y representan una externalidad positiva del nuevo sistema multifondos para el mercado, pues resultaba inconcebible contar con un mercado de capitales que no tenga un mercado de deuda con precios conocidos. Estas curvas valorizan cerca del 90% del mercado doméstico de instrumentos de renta fija y aproximadamente el 40% del total de los fondos de pensiones. La introducción de este esquema de valorización *mark to market* de manera diaria también ha revelado una volatilidad que en el modelo anterior se encontraba oculta en precios que no mostraban cambios debido a la falta de información en un mercado ilíquido. Esta nueva situación no sólo permite conocer los precios y sus volatilidades asociadas, sino que también la mayor información disponible favorece las oportunidades de arbitraje entre el mercado doméstico y el internacional.

Gráfico N° 7

ESQUEMA DE GENERACIÓN DE VALOR DE PRECIOS PROPORCIONADO POR LA SUPERINTENDENCIA

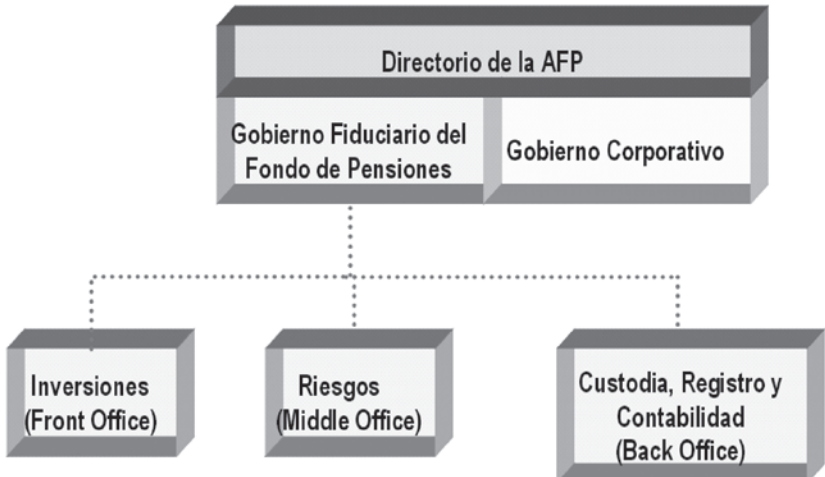


Fuente: Manual del vector de precios de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

4. Las Obligaciones Fiduciarias Profesionales

Las obligaciones fiduciarias constituyen el tercer elemento fundamental en el modelo basado en la creación de valor. En el Gráfico N° 8 se presenta la estructura de gobierno del sistema de pensiones. Como se puede ver, la administradora (AFP) es una entidad que en realidad tiene doble objetivo y por tanto doble responsabilidad: por un lado el gobierno corporativo (con el objetivo de maximizar las utilidades para sus accionistas) y, por otro, el gobierno fiduciario (con el objetivo de maximizar la rentabilidad ajustada por riesgo de los fondos de pensiones). En el proceso de asegurar una adecuada gestión de las inversiones, que en lo posible no incluya conflictos de interés entre el principal (el fondo de pensiones) y el agente (la administradora), es importante considerar esta división y las responsabilidades que le corresponden a la AFP. De

Gráfico N° 8
GOBIERNO FIDUCIARIO DEL FONDO DE PENSIONES



Fuente: Elaboración del autor.

este modo, en el modelo planteado es el propio directorio de la administradora el que asume la responsabilidad de la gestión de las inversiones y los riesgos de los fondos de pensiones en un marco que busca cumplir con las mejores prácticas en materia de inversiones.

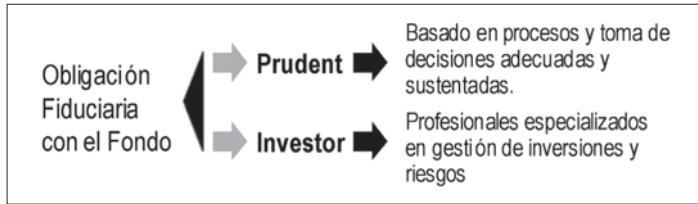
De esta manera, la normativa asigna a las administradoras la obligación de que en el proceso de inversión de los recursos de cada fondo de pensiones éstas actúen:

- Con el objeto de proporcionar beneficios exclusivamente a los afiliados de cada Fondo;
- Con la diligencia y competencia que corresponde a un experto en las inversiones;
- Con imparcialidad, cuidado, reserva, discreción, prudencia y honestidad;
- Manteniendo un balance apropiado entre la rentabilidad y el riesgo de las inversiones de acuerdo con los objetivos de cada Fondo;

- Diversificando las inversiones de manera que el riesgo del portafolio se mantenga a un nivel razonable y adecuado de acuerdo con los objetivos de cada Fondo; y,
- Respetando diligentemente la normativa vigente aplicable a las inversiones de cada Fondo

En este contexto, la obligación fiduciaria profesional (*prudent investor rule*) involucra la aplicación simultánea de dos conceptos: la prudencia y el tipo de inversionista que la aplica. El concepto de prudencia introducido por el nuevo modelo no implica evitar asumir los riesgos. Comúnmente se cree que invertir en acciones no es prudente por sus altos niveles de riesgo. Sin embargo, esta apreciación sin considerar los efectos de la diversificación y de las correlaciones, podría inducir a construir portafolios de inversión que no maximicen el retorno ajustado por riesgo, con lo cual la prudencia podría llevar a una situación en la que se obtenga un retorno inferior al máximo potencial de rentabilidad factible. Ante esta situación, en el nuevo modelo la noción de prudencia está basada en un concepto de procesos y de diligencia adecuada al momento de seleccionar diferentes alternativas de inversión, las cuales en todos los casos tienen distintos tipos de riesgo y correlaciones asociadas, y de construir portafolios de inversión eficientes. Lo anterior implica que se puede invertir en activos riesgosos si se tienen las capacidades para poderlos gestionar adecuadamente conociendo los riesgos involucrados. Esta apreciación es crucial y resulta consistente con el proceso de optimización de portafolios que exige el nuevo modelo. En este proceso varios activos que tienen las características de ser riesgosos o no líquidos pueden agregar valor a los portafolios debido a las diferentes correlaciones que muestren con los demás instrumentos de la cartera de inversiones, motivo por el cual su no inclusión podría llevar a una situación subóptima. Por otra parte, el concepto del tipo de inversionista esta referido a que la AFP se constituye en un inversionista institucional sofisticado, motivo por el cual su diligencia en la toma de decisiones debe ser evaluado asumiendo que cuentan con un elevado estándar profesional y no con uno de carácter ordinario o de sentido común. El siguiente gráfico muestra ambos conceptos.

Gráfico N° 9



Fuente: Elaboración del autor.

De manera complementaria, para asegurar el cumplimiento de las obligaciones fiduciarias se han introducido en la regulación una serie de exigencias que permiten promover la implementación de las mejores prácticas en inversiones y riesgos según el detalle siguiente:

- **Códigos de Ética:**

Basado en estándares internacionales, es aplicable a todo el personal involucrado en el proceso de inversión (incluye políticas de inversiones personales, de conflictos de interés, de uso adecuado de información, etc.)

- **Capacidad Profesional:**

Las AFP definen los requisitos mínimos de calificación y experiencia para garantizar una adecuada competencia técnica del personal. Los empleados de las áreas de inversiones y riesgos deben aprobar un examen de certificación internacional. Las AFP se han inclinado por la obtención del nivel uno del *Chartered Financial Analyst Program (CFA Level I)* ofrecido por el *CFA Institute*.

- **Conflictos de Interés:**

Las AFP no deben redistribuir ganancias o pérdidas entre los Fondos administrados o entre los Fondos y las AFP, sus vinculados o terceras partes. Además de realizar cualquier actividad que genere un daño material o potencial a los recursos que administran.

- **Prácticas Prohibidas en las negociaciones:**

Las AFP deben contar con una relación detallada de prácticas de

negociación que están expresamente prohibidas para evitar perjudicar a los fondos y para no incumplir las normas (*Front Running, Dual Trading, Cherry Picking, insider information, etc.*)

- Monitoreo de Transacciones (*Market Watch*):

Tanto las AFP como el supervisor deben realizar las labores de *market watch* para detectar y evitar posibles negociaciones prohibidas.

- Evaluación eficiente de costos (*Soft Dollars*):

Las AFP deben evaluar todos los costos de las inversiones que adquieren realizando comparaciones entre productos equivalentes de modo que adquieran aquellos que son los más competitivos, considerando además los retornos y los riesgos involucrados.

5. La Nueva Supervisión de la Gestión de los Riesgos y de las Inversiones

La supervisión viene siendo modificada con el objetivo de permitir el monitoreo integral de la gestión de las inversiones y los riesgos de los fondos de pensiones. Es importante señalar que este cuarto elemento resulta fundamental para el éxito de la implementación del nuevo modelo. Por ejemplo, si el administrador incluye en su política de inversiones, luego de la decisión de sus comités de inversiones y riesgos, la posibilidad de invertir en una nueva alternativa como la deuda soberana emergente, la obligación fiduciaria de la AFP le obliga a contar con la experiencia y recursos necesarios para invertir adecuadamente en dicha alternativa. Si la administradora no cuenta con dicho *expertise*, esta podría subcontratar los servicios de asesoría de un asesor de inversiones externo que sí cuente con dicha experiencia, o en su defecto invertir en fondos mutuos o contratar administradores delegados. En este caso, el ente supervisor debe estar en capacidad de poder revisar los diferentes procesos y las capacidades de las AFP para gestionar las inversiones y sus respectivos riesgos.

Para comprender la dinámica de la regulación y supervisión del nuevo sistema multifondos se deben considerar los siguientes aspectos:

- i. Requerimientos para la autorización de operaciones con las nuevas clases de activos e instrumentos de inversión:
 - *Front Office: Expertise* (contar con personal especializado / *investment advisor* / fondos mutuos / administradores delegados)
 - *Middle Office*: Adecuada evaluación de los riesgos
 - *Back Office*: Capacidad adecuada para la compensación, liquidación (*delivery vs payment, straight through processing*), registro y contabilidad

- ii. Acceso por parte del Supervisor a la información diaria de las inversiones y riesgos:
 - Informe Diario de Inversiones, que incluye el detalle de las transacciones (precio, cantidad, hora, intermediario, plaza negociación, etc.)
 - Acceso directo a las cuentas en depositarios y custodios
 - Validación, cruces y auditoría diaria de las inversiones, así como al valor cuota de cada Fondo
 - Registro de instrumentos y contrapartes.

- iii. Monitoreo continuo de la diligencia en la gestión de las AFP vía la verificación de que los siguientes requerimientos, procesos, capacidades o actividades se están cumpliendo adecuadamente:
 - *Market Watch*
 - *Prudent Investor Rule*
 - Mejores prácticas
 - Políticas de inversiones
 - Análisis de *performance*
 - Límites de riesgos
 - Personal y recursos apropiados
 - Prevenir y evitar situaciones adversas a los intereses de los afiliados

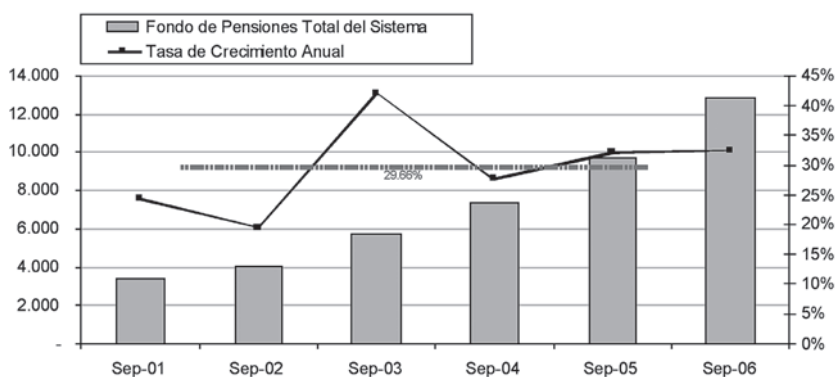
- iv. Contar con una regulación y supervisión adecuada para el nuevo modelo:
 - Enfocar la supervisión en la gestión de los diferentes procesos vinculados a las inversiones y riesgos identificando las mejores prácticas

- Tener personal especializado y con el *expertise* y el *know how* para realizar auditorias de gestión de inversiones y riesgos
- Actualizar permanentemente y de manera proactiva la regulación en función a la evolución de los mercados, así como para promover el desarrollo de nuevas modalidades de inversión más eficientes

6. Evolución Reciente de los Multifondos

Durante los últimos años la tasa de crecimiento anual registrada por los fondos de pensiones peruanos ha sido relativamente alta ubicándose en niveles cercanos al 30% anual (ver Gráfico N° 10). Las proyecciones indican que esta tendencia, que ha llevado a que los alrededor de US\$ 12.800 millones del sistema representen poco más del 15,5% del PBI, se mantendrá en los próximos años debido a que el periodo de capitalización está entrando en su fase de mayor acumulación si se tiene en cuenta que la edad promedio de los casi 4 millones de afiliados es de alrededor de 36 años.

Gráfico N° 10
EVOLUCIÓN DEL SISTEMA PRIVADO DE PENSIONES PERUANO
EN MM DE US\$



Fuente: Boletín Estadístico de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Es en esta situación que la implementación del nuevo sistema multifondos muestra perspectivas alentadoras debido a que este modelo permite que el afiliado escoja el tipo de fondo de acuerdo con su preferencia de riesgo y horizonte de inversión. Sin embargo, el lanzamiento de los multifondos se produjo en un contexto tal que a la fecha muestra aún un bajo nivel de elección entre las nuevas alternativas disponibles. Entre los motivos que explican estos resultados iniciales están el desconocimiento y la poca información de los afiliados sobre las nuevas alternativas, la poca difusión por parte de las administradoras debido a la fuerte competencia comercial generada ante la entrada de un nuevo partícipe, la incertidumbre electoral que produjo temor de ingresar a un fondo más riesgoso y las expectativas de conocer mejor la rentabilidad y tendencia de cada tipo de fondo para luego tomar una decisión. El Cuadro N° 6 muestra una tendencia de crecimiento del fondo tipo 3, en teoría la que mayor preferencia debería tener dada la relativamente joven población de trabajadores afiliados al sistema. Sin embargo, dicho fondo a finales de septiembre de 2006 solo registró el 2,2% del valor del fondo total del sistema.

Cuadro N° 6
VALOR DE LOS FONDOS EN MM DE US\$

	Inicio*		Dic-05		Mar-06		Jun-06		Sep-06	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Fondo 1	679,44	6,9	670,45	7,0	691,27	6,7	732,31	6,5	785,15	6,1
Fondo 2	9.147,75	92,5	8.793,76	92,3	9.465,63	92,3	10.393,25	92,2	11.761,38	91,6
Fondo 3	65,55	0,7	63,15	0,7	102,65	1,0	145,81	1,3	288,40	2,2
Total	9.892,74	100,0	9.527,36	100,0	10.259,55	100,0	11.271,37	100,0	12.834,93	100,0

*9 de Diciembre de 2005

Fuente: Boletín Estadístico de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Para los próximos meses y años se esperan mayores niveles de traspasos hacia los fondos nuevos como respuesta a los diferenciales de rentabilidad que se observarán entre los diferentes tipos de fondos. En este sentido, se espera un comportamiento similar al registrado en Chile, donde los fondos de crecimiento o riesgosos crecieron de manera muy importante durante los primeros años. Tales proyecciones, ante las restricciones estructurales de oferta de

instrumentos de inversión que caracterizan a la economía peruana, plantean el reto de desarrollar rápidamente la mayor disponibilidad factible de alternativas que pueda ofrecer el mercado de capitales local y a su vez la posibilidad de ampliar los límites máximos para permitir mayores inversiones en los mercados internacionales. En relación a lo primero, la nueva regulación ha permitido incorporar como alternativas domésticas elegibles para los fondos de pensiones a las ofertas privadas de acciones y bonos, las titulizaciones, los fondos de inversión de capital de riesgo, la participación en el financiamiento de nuevos proyectos (*Project Finance*), etc. Adicionalmente, en los últimos años se han venido incrementando de manera gradual los límites en el exterior, aunque es posible que las necesidades en el futuro cercano requieran de mayores incrementos que lleven el límite actual de 12% al nivel de 20% del valor del fondo permitido por la Ley.

7. Conclusiones y Perspectivas

El modelo de pensiones basado en la creación de valor para el afiliado (*value based model*) que se está implementando en el Perú constituye una alternativa integral ante los otros dos modelos utilizados actualmente en otros países como son los modelos basados en inversiones (*investment based models*) y en riesgos (*risk based models*). En este sentido, la experiencia peruana pone énfasis en la implementación de mejores prácticas en inversiones y riesgos, las mismas que en un contexto de flexibilización de alternativas de inversión son balanceadas con la gestión de riesgos, las obligaciones fiduciarias profesionales y un nuevo enfoque de supervisión de la gestión; tienen el objetivo conjunto de optimizar el proceso de capitalización y de acumulación de rentabilidad para alcanzar escenarios que representen las mejores posibilidades factibles.

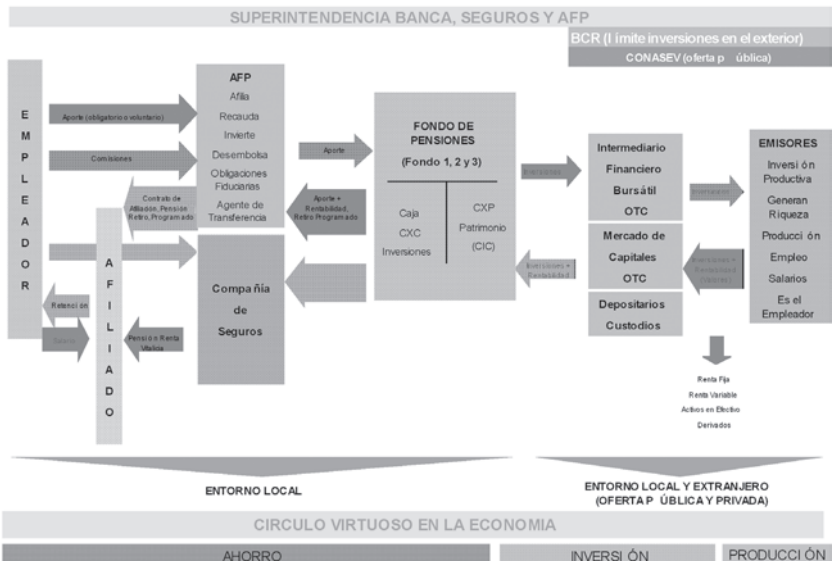
De esta manera, se prevé que el mejor aprovechamiento del factor de capitalización podría tener un impacto sustancial en la mejora de la pensión esperada, en particular si con tan solo el 1% adicional en los próximos 20 a 30 años se puede lograr un incremento en la pensión futura en aproximadamente 20% adicional. Asimismo, se espera potenciar la mayor eficiencia en el proceso de inversión debido a que el nuevo modelo traslada la plena responsabilidad de

las decisiones de inversión a los gestores en un entorno en el cual se realinean los incentivos a favor de mejores niveles de rentabilidad ajustada por riesgo y de una mayor transparencia en la información, incluyendo los indicadores de desempeño como es el análisis de *performance*.

Adicionalmente, la elevada tasa de crecimiento de los fondos y su mayor presencia en los mercados de capitales, conjuntamente con la potenciación de alternativas de inversión y financiamiento promovidas por el nuevo modelo basado en la creación de valor, permitirá un impulso adicional al círculo virtuoso de ahorro - inversión de la economía (ver Gráfico N° 11), contribuyendo al desarrollo económico del país.

A un nivel microeconómico, el Cuadro N° 7 muestra los factores de cambio y el impacto y valor agregado generados por el nuevo

Gráfico N° 11
ENTORNO DEL FUNCIONAMIENTO DE LOS MULTIFONDOS



Fuente: Elaboración del autor.

modelo multifondos para todos los agentes involucrados que se van a beneficiar de los resultados del crecimiento y desarrollo del sistema privado de pensiones peruano. Con ello se observa que en la búsqueda de alcanzar el objetivo de lograr una mayor pensión esperada para el trabajador vía la potenciación de mejores retornos ajustados por riesgo se puede, de manera paralela, mejorar las posibilidades de financiamiento de todos los emisores, tanto las grandes compañías como las pequeñas y medianas empresas, así como promover la sofisticación y mayor volumen de negocio para todo el ámbito del mercado de capitales y financiero, incluyendo a todos sus intermediarios y entidades participantes.

Finalmente, el nuevo modelo exige de un importante esfuerzo de capacidad de innovación y educación de sus tres actores protagónicos: los afiliados, los administradores y la entidad reguladora y supervisora. El primero requiere de una cultura financiera básica que le permita evaluar las diferentes alternativas de fondos ofrecidos a efectos de tomar decisiones adecuadas a sus niveles de tolerancia al riesgo y a sus horizontes de inversiones. Los segundos enfrentan el reto de modernizar sus organizaciones y adaptarlas a las exigencias e incentivos impuestos por el nuevo modelo a efectos que alcancen elevados estándares de profesionalismo y capacidad técnica. Y la entidad reguladora y supervisora adquiere el reto de contar con la capacidad adecuada que le permita efectuar exitosamente un proceso de auditoría de gestión, pues requiere para tal efecto de niveles adecuados de *expertise* y *know how*.

Cuadro N° 7

IMPACTO Y VALOR AGREGADO DE LOS MULTIFONDOS

	Factor de Cambio de los Multifondos	Impacto y Valor Agregado
Afiliados	<ul style="list-style-type: none"> • Edad, Horizonte de Inversión y Tolerancia al Riesgo • Pensión Esperada • Periodo de Permanencia 	<ul style="list-style-type: none"> • Mayor Capitalización y Nivel de Pensión Esperado • Mayor Nivel de Conocimiento Financiero • Elección de acuerdo a su perfil retorno riesgo
Fondo de Pensiones	<ul style="list-style-type: none"> • Fondo 1 (conservador) • Fondo 2 (balanceado) • Fondo 3 (crecimiento) 	<ul style="list-style-type: none"> • Portafolios óptimos • Mejor rentabilidad ajustada por riesgo esperado • Mayor diversificación por clases de activos e instrumentos de inversión • Necesidad de mayor acceso a instrumentos extranjeros (compensar escasez de oferta local)
AFP	<ul style="list-style-type: none"> • Política de Inversiones Disciplinada • Front Office • Middle Office • Back Office • Prudent Investment Rule • Gobierno fiduciario del fondo de pensiones • Global Asset Allocation • Conducta Ética y Requerimiento Profesional 	<ul style="list-style-type: none"> • Cumplimiento de Estándares Internacionales en Gestión de Inversiones y Riesgo • Mayor Volumen de Recursos Administrativos • Mayor Competencia (3 segmentos de mercado) • Mayor aprovechamiento de economías de escala • Mayor confianza en el Sistema
Emisores Locales	<ul style="list-style-type: none"> • Gobierno y Banco Central • Financieros y Corativos • Grado de Inversión y Grado Especulativo 	<ul style="list-style-type: none"> • Más modalidades de Financiamiento (diversidad en estructuras y plazos) • Incorporación de nuevos emisores vía oferta privada y proyectos nuevos • Impulso al desarrollo de fondos de inversión (Venture Capital, Private equity y Real Estate) • Impulso al desarrollo del mercado de derivados local • Incorporación de emisores pequeños y medianos (inversión directa e indirecta vía titulización y fondos de Inversión) • Costos de Financiamiento muy competitivos para los emisores

Cuadro N° 7 (continuación)

	Factor de Cambio de los Multifondos	Impacto y Valor Agregado
Emisores Extranjeros	<ul style="list-style-type: none"> • Estados • Financieros y Corporativos • Fondos Mutuos 	<ul style="list-style-type: none"> • Acceso a nuevos mercados (Venture Capital, Private Equity, Emerging Markets, High Yield, Real Estate, Hedge Funds, etc.) • Acceso a nuevos instrumentos de inversión derivados para la gestión de riesgos y hedging • Mayor diversificación de monedas, instrumentos, regiones y países.
Intermediarios	<ul style="list-style-type: none"> • Estructuradores • Colocadores • Estudios Legales • Clasificadoras de Riesgo • Empresas de Research 	<ul style="list-style-type: none"> • Mayor número de emisiones • Mayor volumen de transacciones • Mayor nivel de sofisticación • Mayor número de contrapartes • Mayores requerimientos de research • Mayor cantidad de intermediarios y costos competitivos.
Administradores de Portafolios	<ul style="list-style-type: none"> • Administradoras de Fondos Mutuos • Administradoras de Fondos de Inversión • Asesores de Inversión 	<ul style="list-style-type: none"> • Nuevas Modalidades de Inversión • Mayor número de clases de activos e instrumentos a gestionar • Impulso a la asesoría de inversiones • Mayor especialización en gestión de carteras para productos ilíquidos y sofisticados • Mayor cantidad de administradores y costos competitivos
Estado	<ul style="list-style-type: none"> • Política Provisional • Pensión Mínima 	<ul style="list-style-type: none"> • Posibilidad de menor requerimiento esperado de recursos de Tesoro para cubrir pensión mínima • Reforma Previsional fortalecida • Mayor cobertura Previsional.
Crecimiento Económico	<ul style="list-style-type: none"> • Ahorro • Inversión • Producto • Empleo 	<ul style="list-style-type: none"> • Profundización y sofisticación del mercado de capitales local • Impulso al círculo virtuoso de ahorro – inversión • Mayor contribución al financiamiento y al crecimiento económico.

Fuente: Elaboración del autor.