



**SP**  
Superintendencia de  
Pensiones

# PROYECTO DE LEY QUE REGULA LOS CAMBIOS DE FONDOS DE PENSIONES

Superintendencia de Pensiones

Comisión de Trabajo y Seguridad Social Cámara de Diputados

Santiago, 18 de enero de 2021

# AGENDA

- I. Objetivo y resultados de los multifondos
- II. Magnitud traspasos entre fondos
- III. Resultados de los cambios de fondos
- IV. Efecto en rentabilidad del portafolio
- V. Efecto en pensiones
- VI. Proyecto de Ley (Boletín 13.959-13)
- VII. Conclusiones

# I. OBJETIVO Y RESULTADOS DE LOS MULTIFONDOS

- La Ley N° 19.795 de 2002 creó los multifondos de pensiones para que los afiliados puedan seleccionar el tipo de fondo que más se acomoda a su horizonte de inversión y tolerancia al riesgo.
- Se puede elegir entre cinco alternativas de fondos de pensiones para invertir los ahorros previsionales.
- Los fondos se diferencian por su exposición al riesgo, de acuerdo a los porcentajes de los activos invertidos en renta variable. Se denominan desde el A hasta el E, siendo el A el fondo con mayor exposición a renta variable (80% máximo) y el E con menor exposición a este tipo de instrumentos (5% máximo).
- Existen pocas restricciones para elegir fondos: las personas a menos de 10 años de la edad de jubilación legal (a partir de los 51 años para las mujeres, 56 años para los hombres), no pueden elegir el fondo A. Por otra parte, los pensionados no pueden elegir los fondos A y B.

# I. OBJETIVO Y RESULTADOS DE LOS MULTIFONDOS

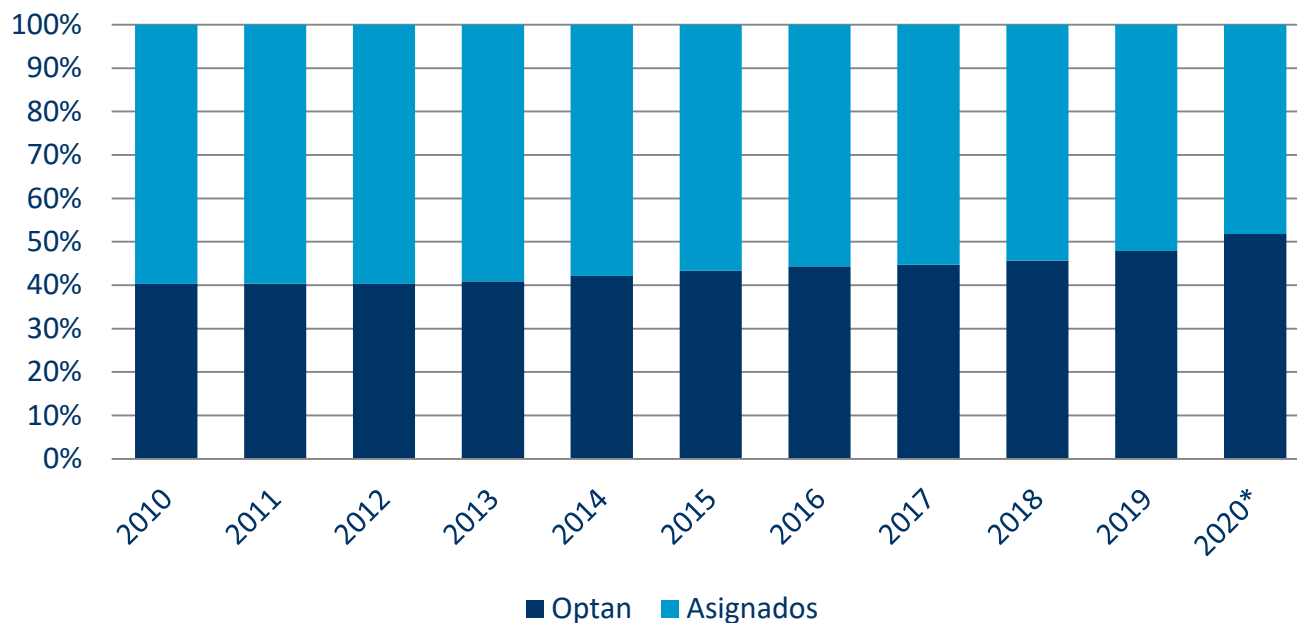
- De acuerdo a la ley, los afiliados que no eligen en qué fondo de pensiones quieren depositar sus ahorros, deben ser incorporados en el fondo que les corresponde según su edad bajo el siguiente esquema:

Edad	Fondo
Hasta los 35 años	B
Desde los 36 años hombres y mujeres; hasta los 50 años mujeres; 55 hombres	C
>50 mujeres; >55 hombres	D

- Esta obligación legal se justifica en función del horizonte de inversión que tiene cada afiliado. Los más jóvenes tienen horizonte más largo y, por tanto, pueden estar expuestos a mayor riesgo. En el caso de quienes están prontos a pensionarse, se espera que ahorren en los fondos más conservadores.

# I. OBJETIVO Y RESULTADOS DE LOS MULTIFONDOS

## % Afiliados que optan fondo vs asignados 2010 - 2020

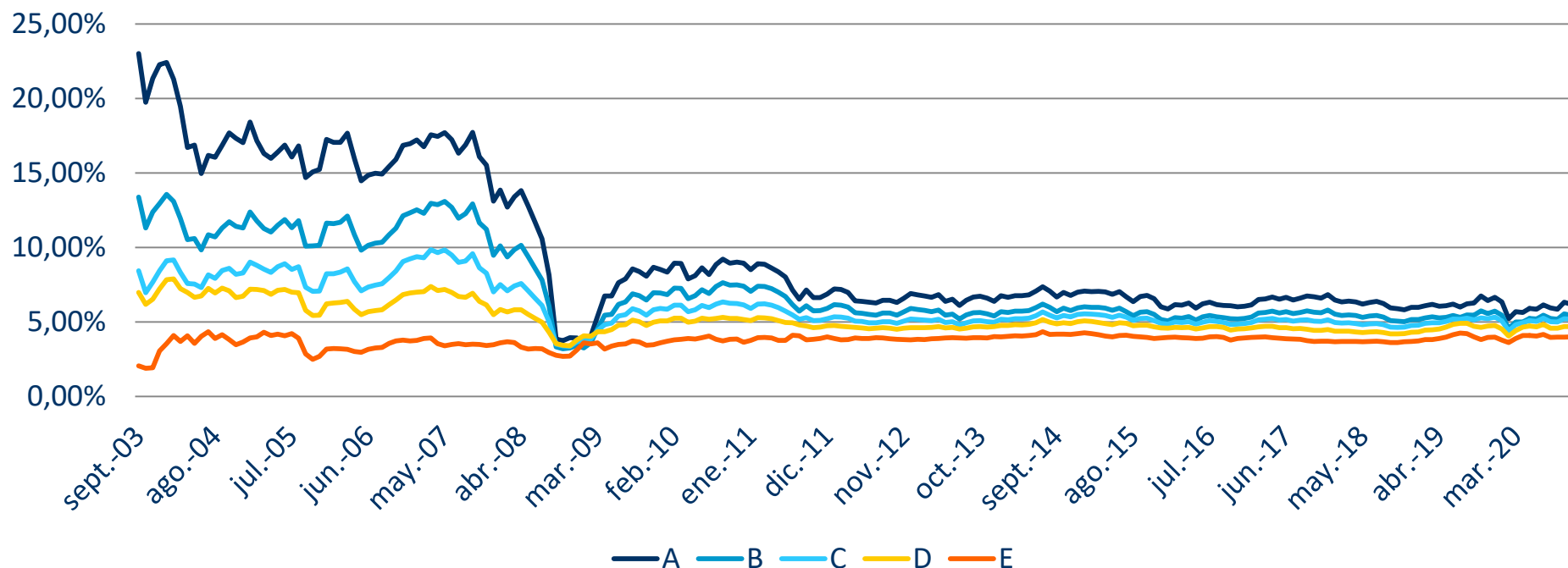


\* Datos a noviembre 2020

- El porcentaje de personas que opta por un fondo ha aumentado a través del tiempo, superando el 50% de los afiliados actualmente. Todos los afiliados que se encuentran en los fondos A y E optan por fondo.

# I. OBJETIVO Y RESULTADOS DE LOS MULTIFONDOS

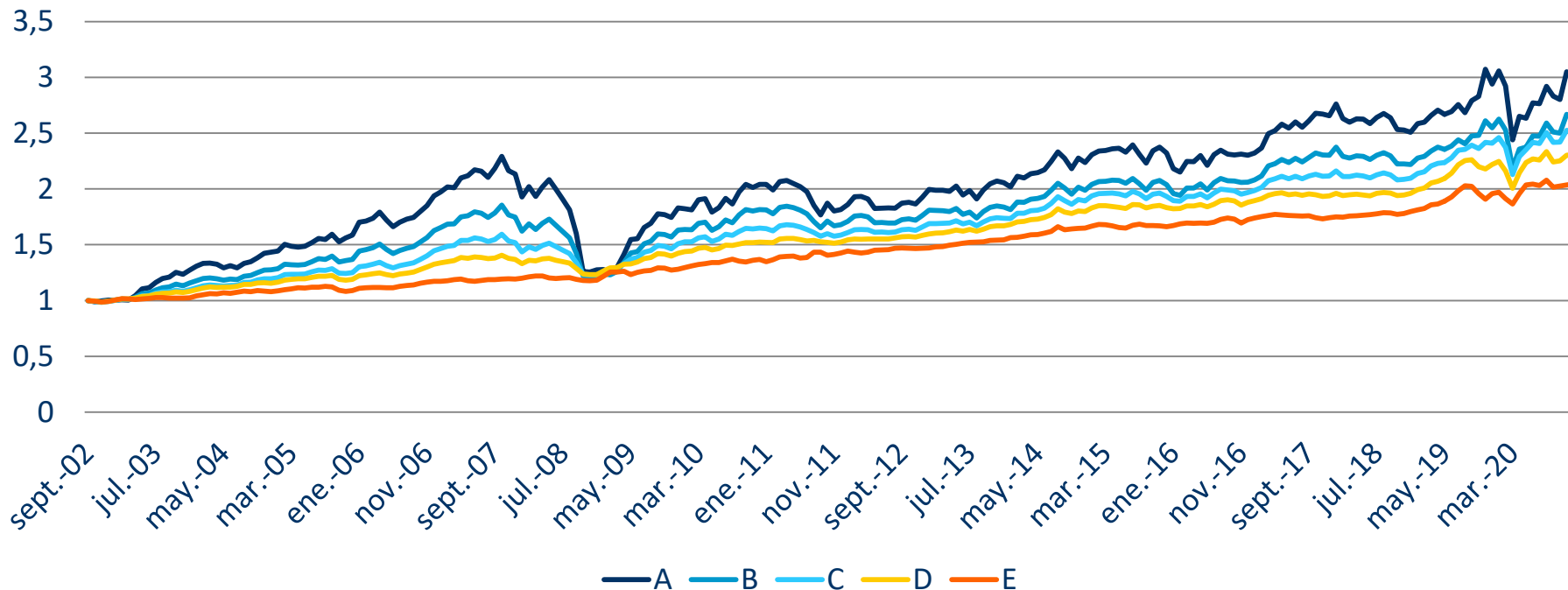
## Rentabilidad real anualizada Septiembre 2003 - Diciembre 2020



- Al 31 de diciembre de 2020, las rentabilidades reales anualizadas (desde septiembre 2002) de los fondos son las siguientes: **Fondo A 6,19%**; **Fondo B, 5,45%**; **Fondo C, 5,18%**; **Fondo D, 4,70%** y **Fondo E, 4,00%**.
- Además, la desviación estándar (riesgo) de la rentabilidad real mensual en el mismo período es: **Fondo A, 3,7%**; **Fondo B, 2,8%**; **Fondo C, 1,9%**; **Fondo D, 1,4%** y **Fondo E, 1,1%**.

# I. OBJETIVO Y RESULTADOS DE LOS MULTIFONDOS

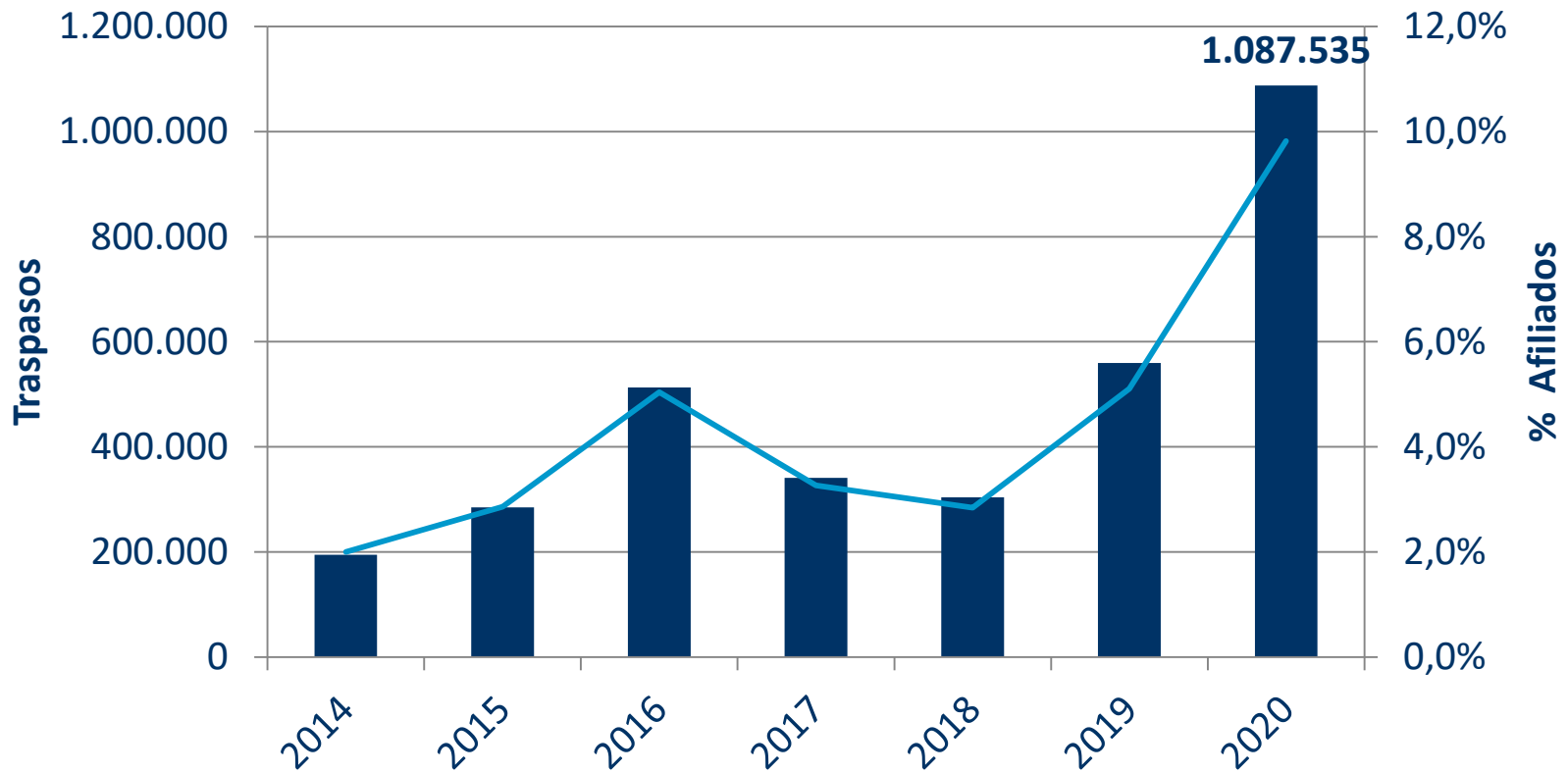
**Rentabilidad real acumulada**  
Septiembre 2002 - Diciembre 2020  
Índice septiembre 2002: 1



- Desde la introducción de los multifondos, asumiendo que se invierte \$ 1 en septiembre 2002, el Fondo A ha triplicado el valor de ese peso y el Fondo E lo ha duplicado.

## II. MAGNITUD TRASPASOS ENTRE FONDOS

Número de afiliados que realizaron traspasos en cada año



\* Para calcular el % de afiliados, se considera la cifra de afiliados de cada año al 31 de diciembre, noviembre para 2020.

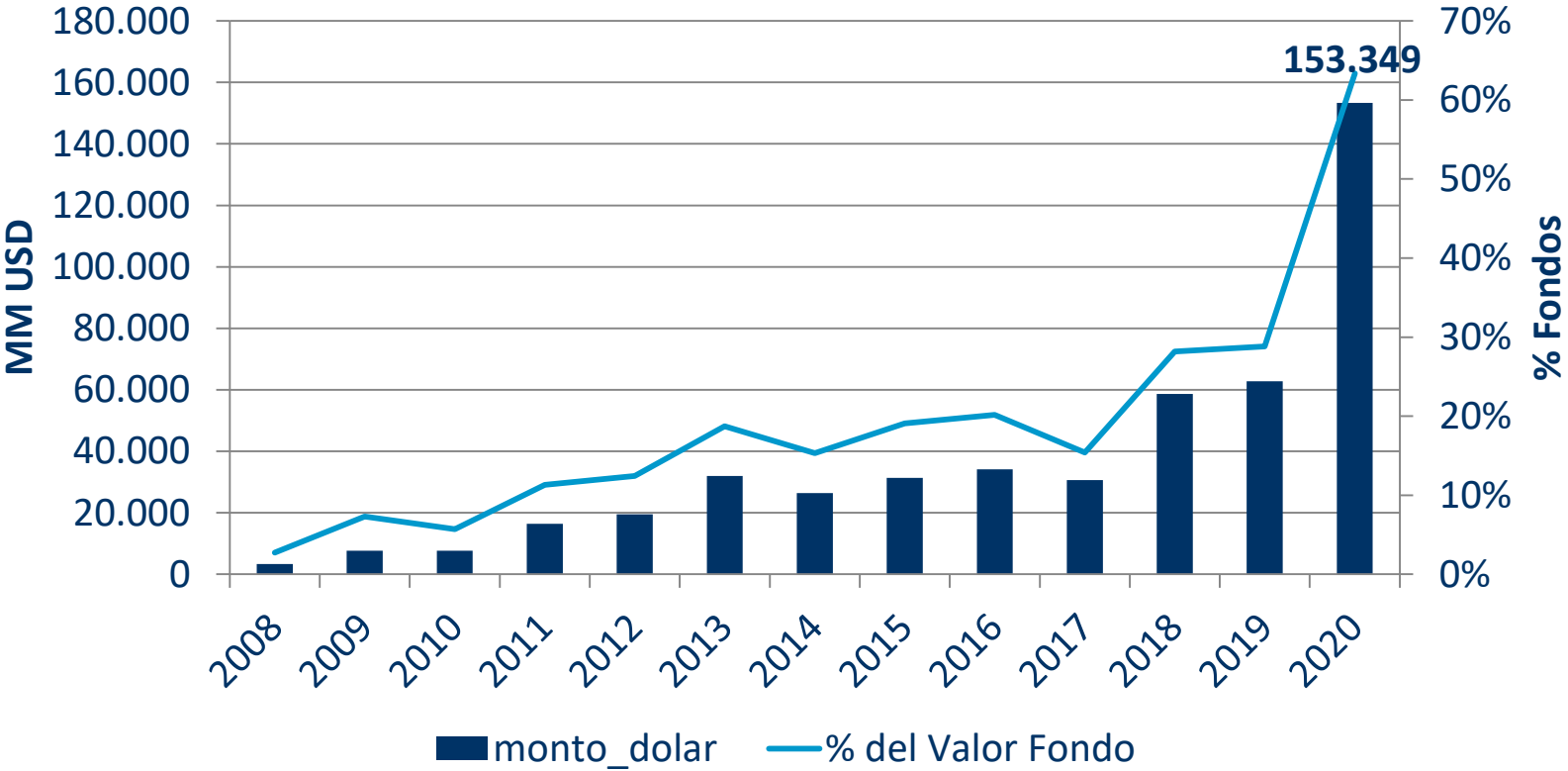
**Nota:**

- En el caso de afiliados que realizan traspasos de más de un fondo en un mismo día, se asume que es solo un traspaso de fondo.



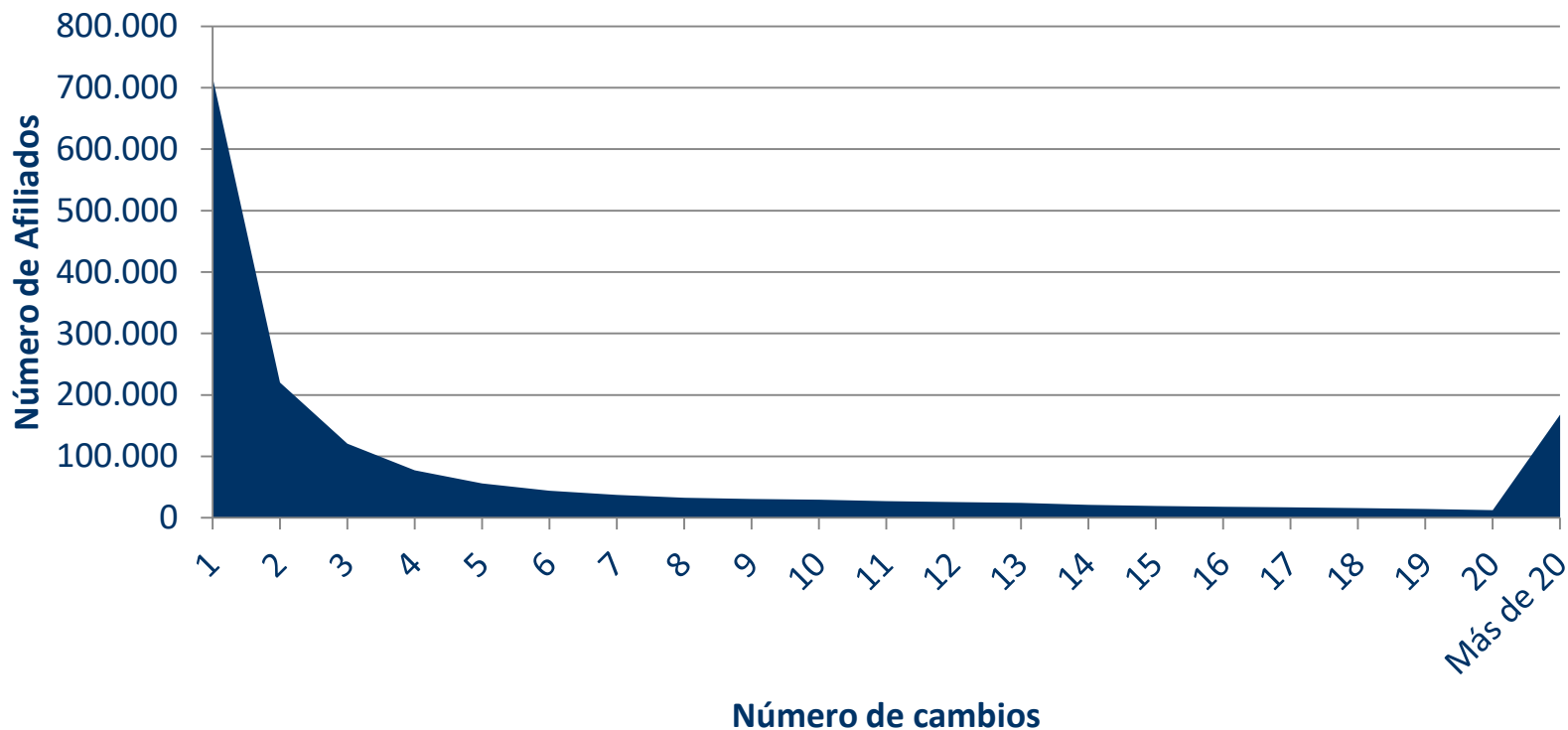
# II. MAGNITUD TRASPASOS ENTRE FONDOS

### Montos traspasados (MMUSD) y % Fondos



## II. MAGNITUD TRASPASOS DE FONDOS

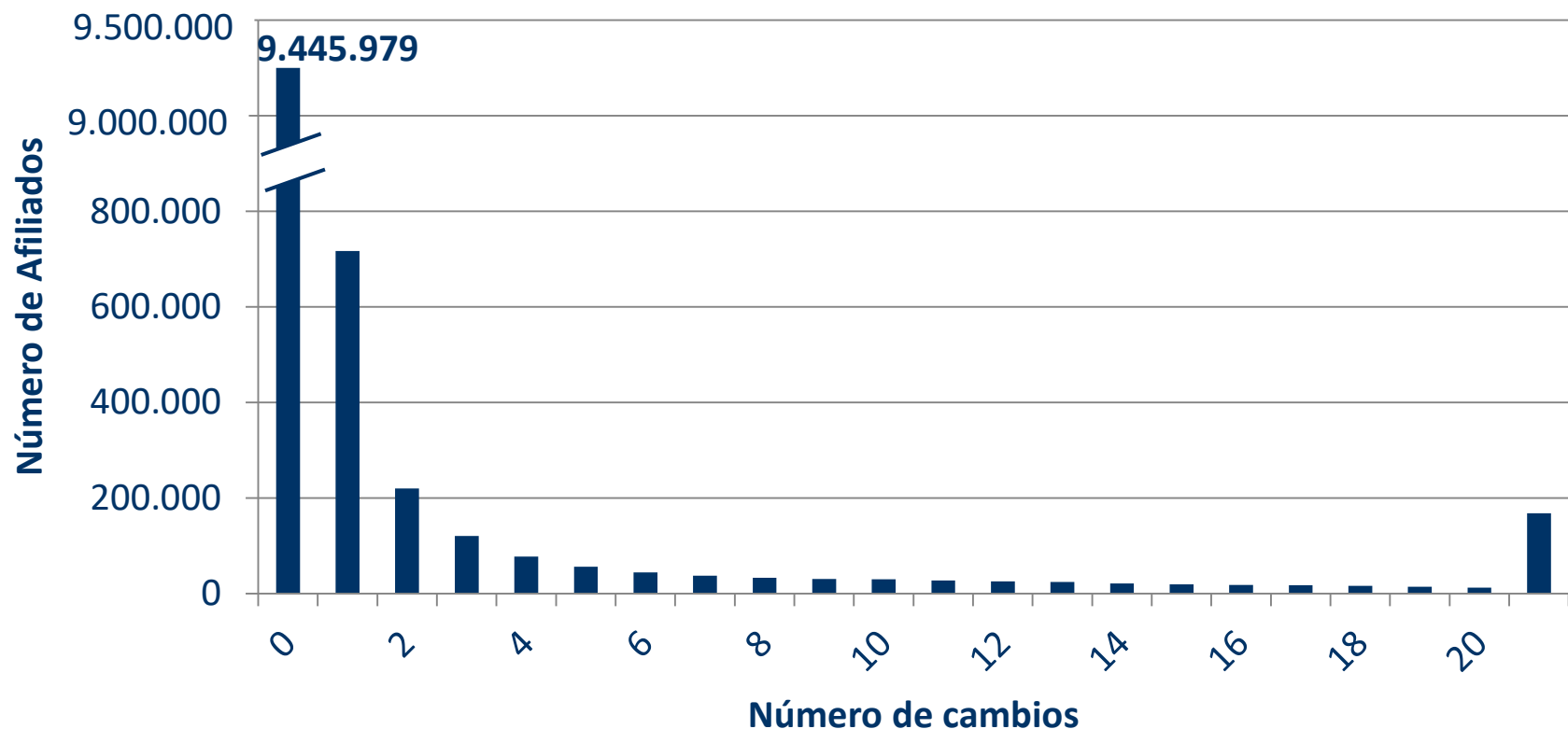
Número de afiliados según cambios realizados  
Marzo 2014 - Diciembre 2020



- Del total de afiliados que realizaron traspasos de fondos en el período marzo 2014-diciembre 2020, un 41,5% realizó solo un cambio de fondo.

## II. MAGNITUD TRASPASOS DE FONDOS

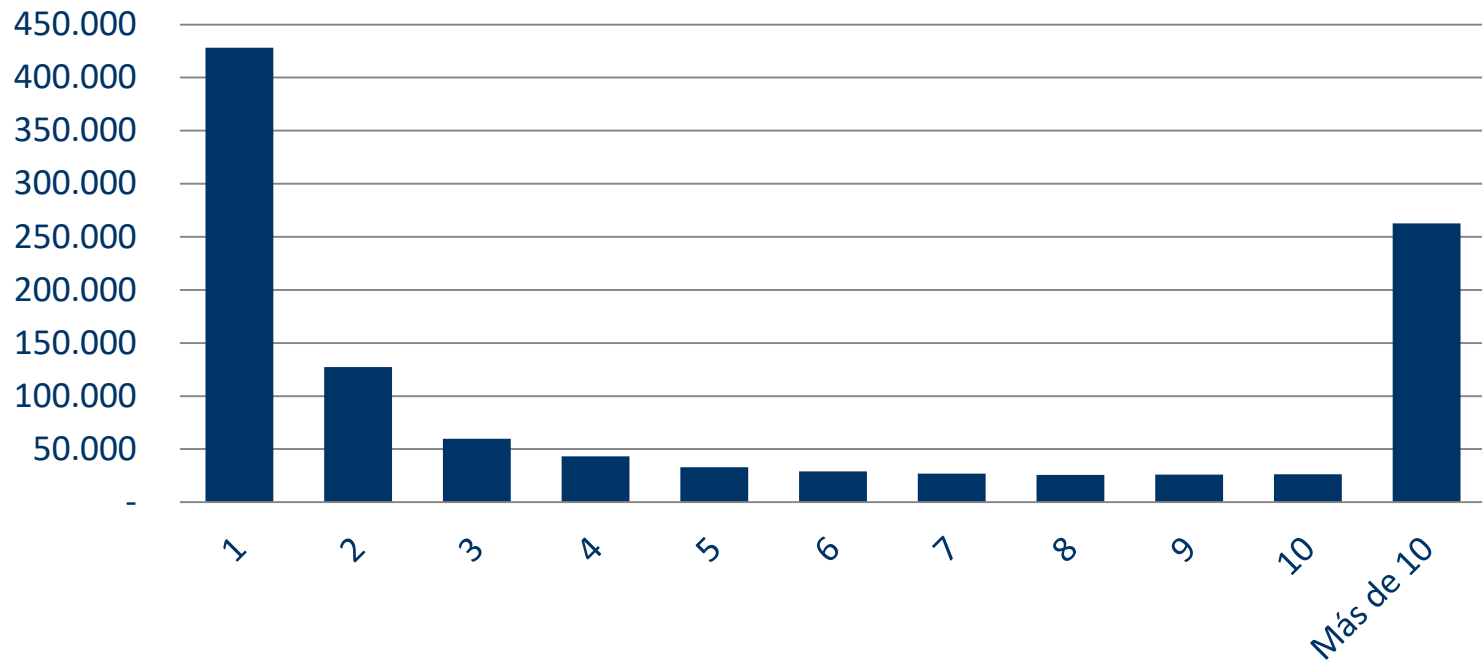
Número de afiliados según cambios realizados  
Marzo 2014 - Diciembre 2020



- De un universo de más de 11 millones de afiliados, sólo 1,7 millón ha realizado algún traspaso durante el período analizado, mientras que un 85% de los afiliados no ha realizado traspasos. Las decisiones del 15% de los afiliados que ha realizado traspasos afecta también a quienes no se traspasan.

## II. MAGNITUD TRASPASOS DE FONDOS

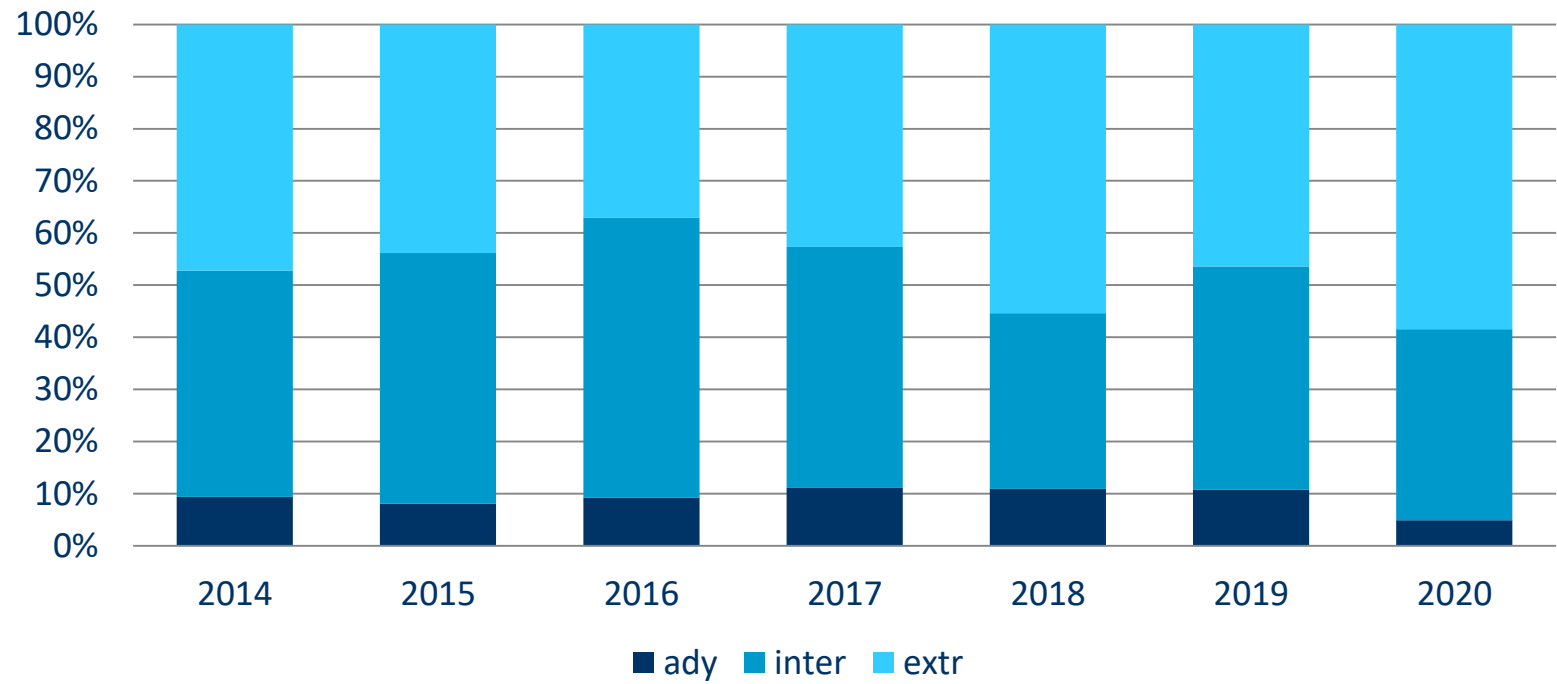
Número de afiliados que han realizado traspasos  
Enero - Diciembre 2020



- Durante 2020, casi 1.1 millones de afiliados realizó traspasos de fondos.
- Sin embargo, 428 mil de ellos (39%) realizó sólo un traspaso y 555 mil (51%) realizó dos traspasos o menos.

# II. MAGNITUD TRASPASOS DE FONDOS

### Distribución traspasos fondos adyacentes, intermedios y extremos



- Adyacentes: Cambio entre fondos adyacentes. Ejemplo A → B
- Intermedios: Cambios entre fondos intermedios . Ejemplo A → C
- Extremos: Cambios entre fondos extremos. Del A → E o del E → A.

- En 2020, más de la mitad (58%) de los traspasos se realizó a fondos extremos y un 4,9% a fondos adyacentes.



### III. RESULTADOS DE LOS CAMBIOS DE FONDOS

- Se evalúa el desempeño obtenido por los afiliados que han realizado movimientos en sus cuentas de capitalización individual obligatoria.
- Para medir el desempeño de los cambios realizados se comparan respecto de dos escenarios:
  - La rentabilidad que habría obtenido cada afiliado de haber mantenido su saldo en el fondo de origen.
  - La rentabilidad que habría obtenido cada afiliado de haber mantenido su saldo en el fondo correspondiente a la estrategia por defecto.
- El período de evaluación comprende desde marzo de 2014 hasta el 30 de noviembre de 2020.

### III. RESULTADOS DE LOS CAMBIOS DE FONDOS

Año	N° afiliados que traspasaron fondos	N° Traspasos		Edad afiliados que traspasaron fondos		Montos	
		Promedio	Mediana	Promedio	Mediana	Promedio	Mediana
<b>2014*</b>	194.577	2,39	1,0	41,7	40,0	26.293.539	14.433.273
<b>2015</b>	284.898	3,05	2,0	41,2	40,0	25.677.895	14.102.076
<b>2016</b>	512.894	2,07	1,0	41,0	39,0	22.630.153	12.475.942
<b>2017</b>	340.981	2,18	1,0	41,7	40,0	27.784.252	15.896.588
<b>2018</b>	304.170	5,00	1,0	41,8	40,0	27.795.720	15.976.249
<b>2019</b>	559.441	2,97	2,0	42,6	41,0	29.826.672	17.559.683
<b>2020**</b>	1.054.677	5,65	2,0	40,6	39,0	20.230.614	11.227.045

\*Datos marzo-diciembre 2014

\*\*Datos para noviembre 2020

- La base tiene un total de 16.142.203 observaciones, para un total de 1.704.161 afiliados (59% hombres, 41% mujeres) que han realizado algún traspaso durante el período observado.
- 714.447 afiliados (42%) sólo han realizado **un traspaso** durante el período observado.
- En 2020 se observa la mayor cantidad de gente que ha realizado cambios de fondos, con más de un millón de afiliados que traspasaron sus fondos alguna vez.
- Hasta noviembre de 2020, el promedio de traspasos sobre el universo de afiliados que han realizado traspasos es de 5,65 por persona y la mediana es de dos traspasos.

### III. RESULTADOS DE LOS CAMBIOS DE FONDOS

		Hombres	Mujeres	Total
<b>Número de afiliados que traspasaron fondos</b>		976.482	727.684	1.704.166
Diferencia rentabilidad estrategia menos inicial	Promedio	-6,4%	-6,4%	-6,4%
	Mediana	-5,8%	-5,7%	-5,7%
Diferencia rentabilidad estrategia menos defecto	Promedio	-5,8%	-5,5%	-5,7%
	Mediana	-4,7%	-4,3%	-4,5%
<b>Perdedores estrategia</b>	<b>Fondo inicial</b>	769.751 (78,8%)	585.739 (80,5%)	1.355.490 (79,5%)
	<b>Fondo defecto</b>	761.180 (78%)	571.436 (78,5%)	1.332.616 (78,2%)

- Los resultados muestran que, en promedio, las personas han obtenido una rentabilidad 6% menor con los cambios que se han realizado entre marzo 2014 y noviembre 2020.
- 80% de las personas que realizan cambios de fondo lo hacen peor que la alternativa de haberse quedado en la estrategia por defecto o haberse mantenido en el fondo inicial donde estaban antes de empezar a cambiar de fondos.
- Estos resultados son concluyentes y muestran que una estrategia de inversión con cambios frecuentes de fondos, buscando ganarle al mercado, es una estrategia que obtiene malos resultados, además de ser muy riesgosa.
- Al desagregar estos resultados según otras características de los afiliados, los resultados se mantienen: **cambiar de fondos de manera frecuente es una mala estrategia.**



## IV. EFECTOS EN RENTABILIDAD DEL PORTAFOLIO

- Se realiza una simulación para evaluar el efecto potencial de los cambios masivos de fondos sobre la rentabilidad de éstos.
- Se seleccionaron los tipos de instrumentos en cartera de los fondos de pensiones que son de corto plazo:
  - Cuenta corriente bancos nacionales.
  - Cuenta corriente bancos extranjeros.
  - Títulos de crédito de intermediación financiera (certificado de depósito) emitidos por entidades bancarias extranjeras.
  - Cuotas de fondos mutuos nacionales de deuda.
  - Depósitos a plazo y pagarés emitidos por instituciones financieras.
  - Efectos de comercio emitidos por empresas públicas y privadas.
  - Títulos representativos de índices de renta fija.
  - Pagarés descontables del Banco Central.

## IV. EFECTOS EN RENTABILIDAD DEL PORTAFOLIO

- Se calculó la rentabilidad anual de los fondos si la inversión en instrumentos líquidos hubiese sido de 1% del portafolio en vez de la que realmente se mantuvo, y el diferencial de inversión se hubiera mantenido proporcional en el resto de los activos.
- Este ejercicio no considera la subponderación de la cartera en activos alternativos que son menos líquidos y más rentables en el largo plazo.
- El resultado desde 2016 en adelante es el siguiente:

	Liq. Prom. 2,65%			Liq. Prom. 4,65%			Liq. Prom. 3,12%			Liq. Prom. 4,52%			Liq. Prom. 17,11%			Liq. Prom. 5,96%		
	Fondo A			Fondo B			Fondo C			Fondo D			Fondo E			Sistema		
Año	R anual	R anual ajust	Dif	R anual	R anual ajust	Dif	R anual	R anual ajust	Dif	R anual	R anual ajust	Dif	R anual	R anual ajust	Dif	R anual	R anual ajust	Dif
2016	-0,89%	-0,91%	-0,02%	1,07%	1,09%	0,02%	1,74%	1,78%	0,05%	2,59%	2,75%	0,15%	3,89%	4,63%	0,74%	1,53%	1,63%	0,09%
2017	15,43%	15,77%	0,34%	11,79%	12,43%	0,64%	7,50%	7,72%	0,22%	3,09%	3,25%	0,16%	1,04%	1,27%	0,24%	6,99%	7,46%	0,46%
2018	-5,60%	-5,74%	-0,14%	-3,69%	-3,84%	-0,14%	-0,89%	-0,89%	0,00%	1,21%	1,25%	0,04%	3,06%	3,86%	0,80%	-1,22%	-1,29%	-0,07%
2019	17,27%	17,49%	0,22%	14,90%	15,46%	0,56%	14,96%	15,39%	0,43%	13,15%	13,30%	0,15%	9,00%	10,72%	1,71%	13,62%	14,30%	0,68%
2020 (Nov)	3,70%	3,73%	0,02%	4,75%	4,93%	0,18%	4,79%	4,88%	0,09%	3,71%	3,81%	0,10%	3,92%	4,15%	0,23%	3,35%	3,45%	0,10%
		Dif. Acum	0,42%		Dif. Acum	1,27%		Dif. Acum	0,78%		Dif. Acum	0,60%		Dif. Acum	3,76%		Dif. Acum	1,27%
		Dif. Anual	0,09%		Dif. Anual	0,26%		Dif. Anual	0,16%		Dif. Anual	0,12%		Dif. Anual	0,75%		Dif. Anual	0,26%

## V. EFECTO EN PENSIONES

- En el seguimiento que se realizó a los afiliados que han cambiado de fondos se observa una pérdida de rentabilidad promedio de 5,7% con la estrategia efectiva en relación a la estrategia por defecto. Asumiendo que este comportamiento se mantiene a lo largo de toda la vida activa, implicaría una disminución de 0,8% anual de rentabilidad.
- Se observa que por la mayor liquidez, los fondos pierden anualmente 0,26% anual.
- **Una disminución de 1% anual en rentabilidad persistente a lo largo del ciclo de vida, puede significar una disminución en pensión entre 18% y 20%** (*Documento de Trabajo N° 59 “Determinantes del nivel de pensión”, Superintendencia de Pensiones, 2018*).
- Los traspasos frecuentes de un grupo de afiliados afectan a todos los afiliados del sistema, reduciendo en el largo plazo la rentabilidad de los fondos y, como consecuencia de ello, afectando las pensiones de todos los afiliados.

## VI. PROYECTO LEY (BOLETÍN 13.959-13)

- El PDL establece la facultad de la Superintendencia de Pensiones de dictar una NCG que permita regular los traspasos de fondos en alguna de las siguientes formas:
  - A. Estableciendo que tales transferencias sólo se podrán efectuar hacia tipos de fondos adyacentes en su denominación, sin límite de transferencias por año; o
  - B. Estableciendo que tales transferencias no se podrán efectuar más de dos veces dentro de un año calendario, sin límite respecto de fondos adyacentes.
- Con respecto a cada alternativa, se puede mencionar:
  - La alternativa A reduce la posibilidad de buscar ganarle al mercado (*market timing*), dado que esta estrategia, por lo general, se realiza cambiando entre fondos extremos. Esta estrategia es riesgosa, se ha demostrado que no tiene resultados positivos y puede resultar en peores pensiones para los afiliados. Por lo tanto, es importante que la legislación desincentive este tipo de comportamiento, porque va en desmedro de los afiliados.
  - La alternativa A también tiene la ventaja de que evita movimientos más abruptos de la cartera de inversiones, mitigando la liquidación masiva de instrumentos financieros.
    - Entre marzo 2014 y diciembre 2020, alrededor de 90% de los traspasos se realizaron a fondos no adyacentes.

## VI. PROYECTO LEY (BOLETÍN 13.959-13)

- La alternativa B permite reducir de manera significativa los traspasos de fondos, incentivando a las personas a pensar en sus fondos a largo plazo. Cambiar de fondos de manera frecuente es una actividad riesgosa y genera resultados negativos para los afiliados.
- Esta alternativa también desincentivaría el *market timing*, disminuyendo el nivel de riesgo en las pensiones en el largo plazo en beneficio de los afiliados.
  - Entre marzo 2014 y diciembre 2020, el 54,6% de los afiliados se traspasaron de fondo solamente una o dos veces en todo el período. Esta disposición hubiera implicado, solo para el año 2020, una disminución de más de 70% de los traspasos.
  - Para el período 2014 - 2020 la cantidad de traspasos en el sistema se hubiera reducido en 60% si esta regulación estuviera implementada.

## VII. CONCLUSIONES

- Los cambios de fondos buscan que las personas puedan elegir de acuerdo a sus características y ajustar la estrategia de inversión al ciclo de vida.
- Sin embargo, los cambios frecuentes son riesgosos para las personas y han generado un mal desempeño para ellas.
- Los cambios masivos distorsionan las carteras de inversiones hacia mayor liquidez, lo que perjudica la rentabilidad de los fondos.
- Los resultados de los cambios frecuentes y la excesiva liquidez de las carteras de inversión afectan negativamente las pensiones en el largo plazo.
- Es muy importante, para beneficio de los afiliados, avanzar en una mayor regulación de los cambios de fondos como las propuestas en el PDL.
- Se debe avanzar, además, en mayor educación previsional para que las personas tomen conciencia de los riesgos y de los efectos que puede tener traspasar sus fondos de manera frecuente.



**SP**  
Superintendencia de  
Pensiones

# PROYECTO DE LEY QUE REGULA LOS CAMBIOS DE FONDOS DE PENSIONES

Superintendencia de Pensiones

Comisión de Trabajo y Seguridad Social Cámara de Diputados

Santiago, 18 de enero de 2021