



Serie Documentos de Trabajo
Superintendencia de Pensiones
Alameda 1449.
Santiago, Chile.

www.spensiones.cl

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 43

ESQUEMA DE MULTIFONDOS EN CHILE

Solange Berstein
Olga Fuentes
Nicolás Torrealba

Enero 2011



Los **Documentos de Trabajo** son una línea de publicaciones de la Superintendencia de Pensiones, que tienen por objeto divulgar trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución, encargados o contribuidos por terceros. Con ello se pretende incentivar la discusión y debate sobre temas relevantes del sistema previsional o que incidan en él, así como ampliar los enfoques sobre estos fenómenos.

Los trabajos aquí publicados tienen carácter preliminar y están disponibles para su discusión y comentarios. Los contenidos, análisis y conclusiones que puedan derivar de los documentos publicados son de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión de la Superintendencia de Pensiones.

Si requiere de mayor información o desea tomar contacto con quienes editan estos documentos, contacte a: documentosdetrabajo@spensiones.cl.

Si desea acceder a los títulos ya publicados y/o recibir las futuras publicaciones, por favor regístrese en nuestro sitio web: www.spensiones.cl.

The Working Papers series of the Superintendence of Pensions disseminates economic research conducted by the its staff, entrusted or contributed by third parties. The purpose of the series is to contribute to the discussion and debate of relevant issues related to the Pension System, as well as to extend the approaches on these phenomena.

These papers are preliminary research for its discussion and comments. The contents, analysis and conclusions presented in these papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the agency.

To ask for further information or to contact the editor committee, please write to: documentosdetrabajo@spensiones.cl.

To access the papers already published or to receive by e-mail the latest list of working papers published, please register yourself at our website: www.spensiones.cl.

Superintendencia de Pensiones
Alameda 1449
Santiago 8340382, Chile.
www.spensiones.cl

Esquema de Multifondos en Chile

Solange Berstein¹

Olga Fuentes²

Nicolás Torrealba³

Superintendencia de Pensiones de Chile

Enero 2011⁴

Abstract

Este artículo analiza el sistema de multifondos para el caso de Chile, describiendo su evolución desde su creación, en lo que respecta a inversiones, la elección de tipo de fondo por parte de los afiliados, y su composición por tramos de edad. Se describen los aspectos más relevantes de la normativa vigente y se analiza el desempeño de los multifondos durante la crisis financiera. Respecto a este último punto, se detallan las medidas adoptadas y se analizan las características del sistema a la luz de las recomendaciones de la OCDE.

Palabras clave: sistema de pensiones de capitalización individual, multifondos, crisis financiera.

Clasificación JEL: G23, G32, J18, H12, H30

¹ Superintendente de Pensiones. e-mail: sberstein@spensiones.cl

² Jefe División Estudios, Superintendencia de Pensiones. e-mail: ofuentes@spensiones.cl

³ Analista, Departamento de Investigación, División Estudios. e-mail: ntorrelaba@spensiones.cl

⁴ Correspondencia: Avenida Libertador Bernardo O'higgins 1449, Piso 15, Santiago, Chile. Teléfono: (562) 753-0200. Fax: (562) 753-0201.

1 Introducción

El ahorro obligatorio es administrado a partir del mes de agosto de 2002⁵ bajo un esquema de múltiples Fondos; específicamente son cinco tipos de Fondos, diferenciados por la proporción de su portafolio invertida en títulos de renta variable. El supuesto bajo el cual se estableció esta diferenciación en las carteras de inversión es que a mayor renta variable mayor es el retorno y riesgo esperado.

El principal objetivo de la creación de un esquema de múltiples fondos o multifondos en el Sistema Previsional es incrementar el valor esperado de las pensiones que obtendrán los afiliados. La posibilidad de invertir en una cartera de activos financieros cuyo riesgo tolerable dependa del horizonte de inversión del afiliado, permite elevar el valor esperado de la pensión de éste, lo cual aumenta la eficiencia con la que el Sistema de Pensiones logra su objetivo fundamental, que es el de entregar a sus afiliados un ingreso que permita reemplazar en forma adecuada a aquel que obtenían durante su vida activa.

Además, la creación de un sistema de multifondos permite a los afiliados lograr una distribución de cartera más acorde con sus preferencias y necesidades, en cuanto a riesgo y rentabilidad. Distintos afiliados pueden tener diferentes preferencias en relación a la composición del portafolio de sus Fondos de Pensiones, que se reflejan en distintos grados de aversión al riesgo. La creación de multifondos permite el ejercicio de las preferencias por parte de los afiliados, generando un aumento de su bienestar. A modo de ejemplo, afiliados que tengan mayor conocimiento financiero o un patrimonio que les permita hacer frente al retiro independiente de lo que tengan en sus fondos de pensiones pueden preferir un Fondo de Pensiones con distintas características en cuanto a renta variable y renta fija que afiliados que dependan en mayor medida de su ahorro obligatorio en la etapa de retiro. Asimismo, en relación al horizonte de inversión los afiliados más jóvenes pueden optar por un fondo con un mayor nivel de riesgo y retorno esperado, de forma tal de aumentar el valor esperado de su pensión, mientras que afiliados de mayor edad o ya pensionados pueden preferir un Fondo de mínimo riesgo, de forma tal de minimizar las fluctuaciones en el valor de su pensión cuando el retiro ya se aproxima.

2 Descripción del Esquema de Multifondos

2.1 Características del Esquema

En el caso de Chile existen 5 Fondos alternativos para los afiliados al sistema de pensiones de capitalización individual. Estos Fondos son denominados A- Más Riesgoso, B- Riesgoso, C- Intermedio, D- Conservador y E- Más Conservador. La principal diferencia entre ellos es el porcentaje de inversión que pueden mantener en instrumentos de renta variable. En el caso del Fondo A este llega a un 80%, en el B un 60%, en el C un 40%, en el D un 20% y en el Fondo E un 5%.

⁵ El sistema de multifondos fue introducido por la Ley N° 19.795, de fecha 28 de febrero de 2002.

2.1.1 Elección de Fondos por los Afiliados

La elección de Fondos de Pensiones es libre para los afiliados del Sistema Previsional, con la excepción de los pensionados y aquellos afiliados hombres mayores de 55 años y mujeres mayores de 50 años de edad, respecto de sus cotizaciones obligatorias. Los afiliados pensionados pueden optar por alguno de los tres Fondos de menor riesgo relativo con sus saldos de cotizaciones obligatorias (C, D y E). Por su parte, los afiliados no pensionados, hombres mayores de 55 años y mujeres mayores de 50 años de edad, solo pueden optar por cualquiera de los cuatro Fondos de menor riesgo con dichos saldos (B, C, D y E). Sin embargo, ambos grupos tienen libertad de elección entre cualquiera de los cinco Fondos respecto de aquella parte de los saldos que exceda el monto necesario para financiar una pensión igual o superior al setenta por ciento del promedio de las remuneraciones imponibles percibidas y rentas declaradas, calculadas de acuerdo a la ley, debiendo además dicha pensión ser igual o superior al ciento cincuenta por ciento de la pensión mínima.⁶

Cuadro N° 1 – Posibilidades de elección de fondos por tramos de edad

Tipo de Fondo	Hombres hasta 55 años Mujeres hasta 50 años	Hombres desde 56 años Mujeres desde 51 años	Pensionados por retiro programado y renta temporal
Fondo A - Más Riesgoso			
Fondo B - Riesgoso			
Fondo C - Intermedio			
Fondo D - Conservador			
Fondo E - Más Conservador			

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

La razón para las mencionadas restricciones es evitar que los afiliados en edades cercanas a pensionarse o ya pensionados tomen altos riesgos en las inversiones efectuadas con sus recursos obligatorios, que puedan afectar negativamente y eventualmente en forma irreversible el nivel de sus pensiones y las garantías estatales de pensión mínima o pensiones solidarias comprometidas.

Los afiliados que al incorporarse al Sistema de Pensiones no seleccionen un tipo de Fondo serán asignados de acuerdo con su edad. La norma para realizar la asignación de los afiliados a uno de los Fondos consiste en la separación de éstos en tres tramos etáreos, donde a los afiliados más jóvenes les corresponderá un Fondo más intensivo en renta variable y a los afiliados de mayor edad les corresponderá un Fondo más intensivo en renta fija. Esta norma se aplica tanto a los afiliados activos como a los afiliados pensionados.

La forma de asignación se presenta en la siguiente tabla:

⁶ A partir de julio de 2011, la pensión deberá ser igual o superior al 80% de la pensión máxima con aporte solidario, la que tendrá en régimen un valor de \$255.000.

Cuadro N° 2 – Asignación por tramos de edad para afiliados que no elijan

Tipo de Fondo	Hombres hasta 35 años Mujeres hasta 35 años	Hombres desde 36 hasta 55 años Mujeres desde 36 hasta 50 años	Hombres desde 56 años Mujeres desde 51 años y pensionados
Fondo A - Más Riesgoso			
Fondo B - Riesgoso			
Fondo C - Intermedio			
Fondo D - Conservador			
Fondo E - Más Conservador			

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

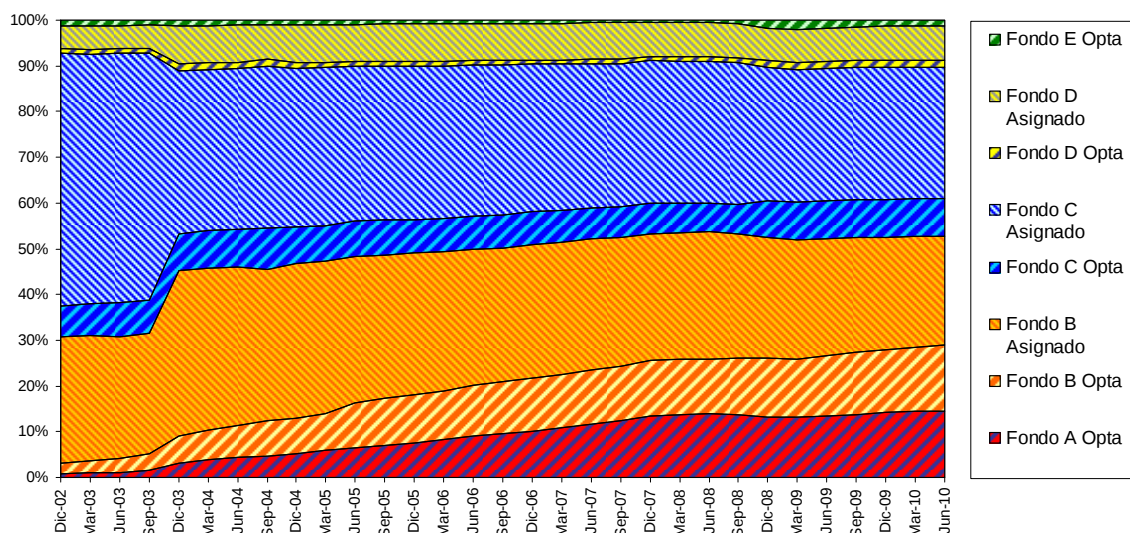
Para definir los distintos tramos se consideró el horizonte de inversión de los afiliados, esto es, el tiempo que les falta para cumplir la edad legal para pensionarse, y la posibilidad que tienen de recuperarse de períodos de bajos retornos, de forma tal de dirigirlos a aquellos Fondos que se consideran más adecuados a sus necesidades.

Además, al cambiar de tramo etéreo, se establece una asignación gradual de los afiliados a los Fondos de Pensiones que les corresponda, traspasando un 20% de sus saldos al momento de cambio de tramo, y luego un 20% por año, en un período de cuatro años hasta completar el traspaso de la totalidad de los recursos.

El gráfico N° 1 muestra la evolución en el tiempo, desde diciembre 2002 hasta junio 2010, de la distribución por Tipo de Fondo de las cuentas de afiliados al sistema previsional.⁷ Se distingue además entre aquellos afiliados que optan por un fondo, de aquellos que son asignados por no haber elegido nunca un Tipo de Fondo desde su afiliación. Se puede apreciar un quiebre importante a fines del año 2003, entre los tipos de Fondo B, C y D. Esto se debió a un proceso de asignación automática, por la introducción del esquema de multifondos, junto con el mecanismo de asignación de fondos por omisión. Luego de doce meses desde la introducción del esquema, las personas que se encontraban en el Fondo C, que no confirmaron su permanencia en dicho fondo, fueron asignados a los fondos B y D, de acuerdo a su edad. Posteriormente, se puede apreciar un incremento importante en la participación en los fondos de mayor riesgo (Fondos A y B).

⁷ En esta información, puede ocurrir que un afiliado esté presente en dos Tipos de Fondo, debido a la posibilidad de separación de saldo (ver sección 2.1.5).

Gráfico N° 1 – Distribución de cuentas de afiliados por tipo de fondo
Distingue entre personas que optan por un tipo de fondo de aquellos que son asignados



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Por otro lado, el gráfico N° 2 muestra la distribución de las cuentas de los afiliados por edad, para distintos períodos. En términos generales, en todos los períodos se observa una distribución por edad, entre los distintos Tipos de Fondo, que es consistente con estrategias de inversión de ciclo de vida. Esto es, que las personas más jóvenes se encuentran en fondos más riesgosos, y a medida que van aumentando de edad se van cambiando hacia fondos más conservadores.

Al analizar la evolución en la distribución entre distintos períodos, se puede apreciar una disminución en la participación de las personas de mayor edad en el fondo más conservador (Fondo E). Si bien es el grupo con mayor participación en relación a los demás tramos de edad. De modo similar, se observa un aumento en el tiempo, en la participación de las personas de menor edad, en los fondos más riesgosos (Fondos A y B). Sin embargo, para el tramo más joven, hasta 25 años, se observa una caída significativa entre 2007 y 2010. Esto último se puede explicar por la crisis financiera del año 2008, donde se puede argumentar que una cantidad importante de afiliados aún no recupera la confianza en inversiones de mayor riesgo, o alternatively, se puede explicar por un cambio a fondos más conservadores producto de la crisis, y un comportamiento de inercia con el cual los afiliados demoran en ajustar sus elecciones de fondos.

Por último, el gráfico N° 3 muestra la distribución de las cuentas de los afiliados, por su nivel de ingreso imponible, para distintos períodos.⁸ En términos generales, se observa que la participación en los fondos más conservadores (Fondos D y E) es relativamente homogénea en relación al nivel de ingreso imponible de los afiliados. Mientras que la participación en los fondos más riesgosos presenta una tendencia a una mayor concentración en los tramos de ingresos más altos. También se destaca un quiebre en torno

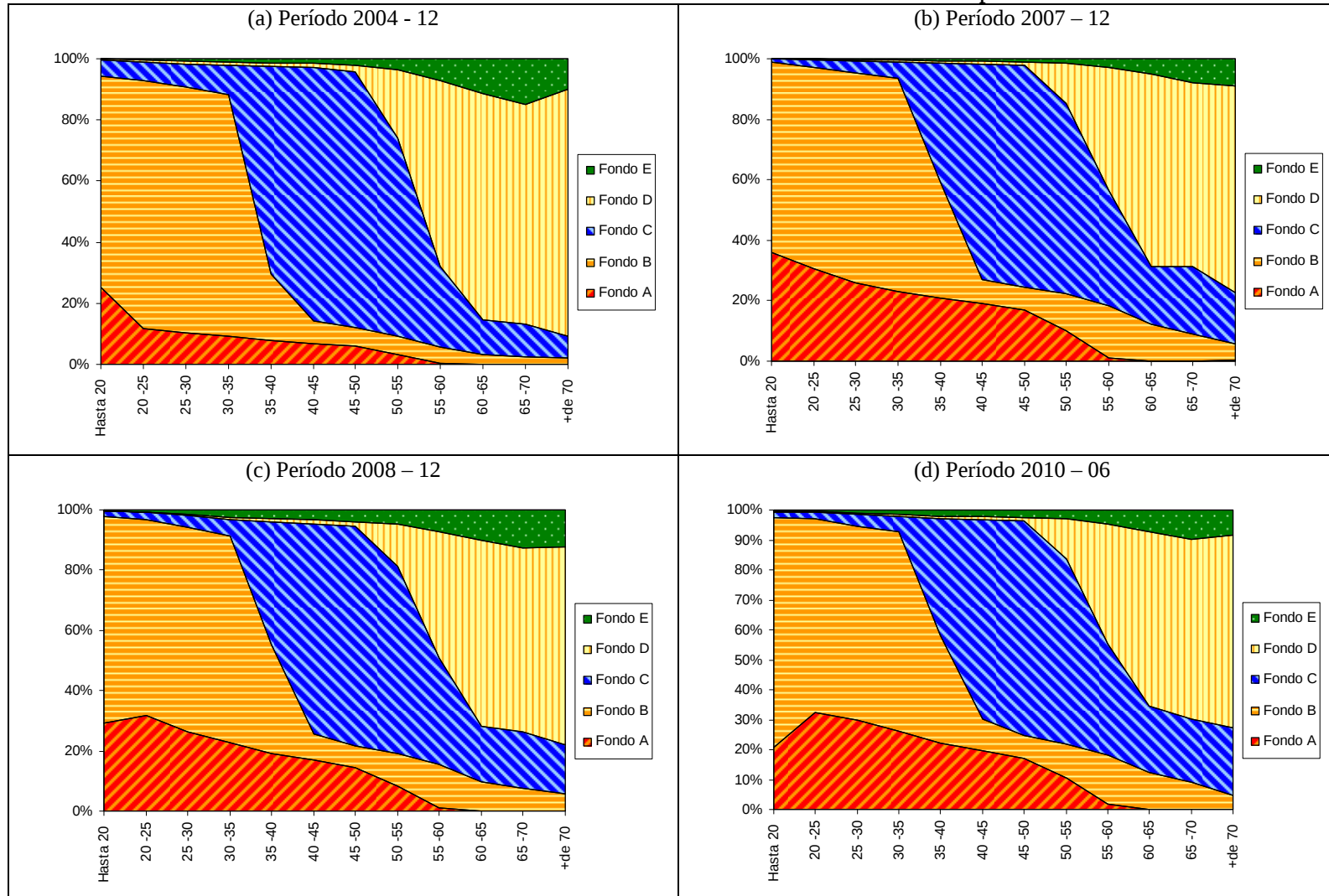
⁸ La información de ingreso imponible se presenta en miles de pesos de cada período. Esto hace que el tope imponible vaya aumentando en el tiempo, lo que hace aumentar el número de tramos de ingreso.

a un nivel de ingresos que se puede relacionar con el Salario Mínimo.⁹ Este quiebre aumenta la participación, y cambia la distribución, de los Fondos B, C y D. Esto tendría relación con una alta proporción de personas que reciben ingresos en torno al salario mínimo, y en este caso también serían personas que estarían distribuidas a lo largo de la asignación por omisión del esquema de multifondos.

Si se analiza la evolución en la distribución entre distintos períodos, se observa un aumento importante en la participación de los afiliados de mayores ingresos en el fondo más riesgoso (Fondo A). Una tendencia similar se observa respecto del fondo más conservador (Fondo E). Una posible explicación para esto sería una correlación positiva entre el nivel de ingresos y el nivel de educación financiera y previsional. En donde los dos tipos de fondos ubicados a los extremos del esquema de multifondos son solamente voluntarios. De este modo, solo aquellas personas que entienden mejor los efectos de optar por dichos fondos los utilizarían.

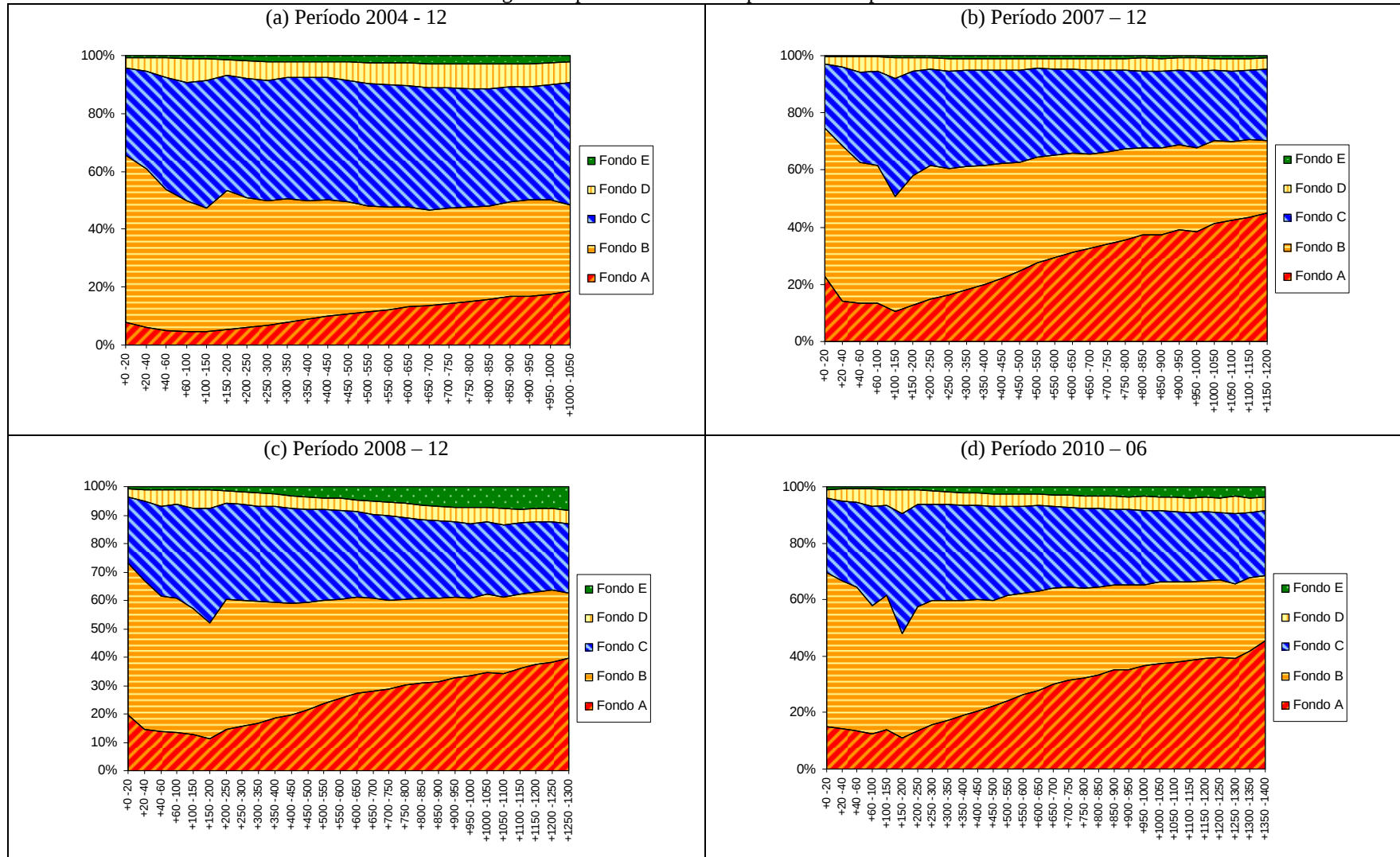
⁹ Para los años 2004 y 2007, el ingreso mínimo fue de \$120.000 y \$144.000, respectivamente. Que corresponde al tramo \$100.000 - \$150.000. Para el caso de los años 2008 y 2010, el ingreso mínimo fue de \$159.000 y \$165.000, respectivamente. Que corresponde al tramo \$150.000 - \$200.000.

Gráfico N° 2 – Distribución de cuentas de afiliados por edad



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Gráfico N° 3 – Distribución de cuentas de afiliados por ingreso imponible
Ingreso imponible en miles de pesos de cada período



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

2.1.2 Diferenciación de los Tipos de Fondos de Pensiones

Como se mencionó anteriormente, la diferenciación entre los distintos tipos de Fondos de Pensiones se establece principalmente en función de los límites máximos y mínimos de inversión en instrumentos de renta variable, permitidos para cada tipo de Fondo.

Los límites de inversión en instrumentos de renta variable, determinados en la ley y en el Régimen de Inversión, por tipo de Fondo, son los siguientes:

Cuadro N° 3 – Límites máximos y mínimos en renta variable

Tipo de Fondo	Límite máximo	Límite mínimo
Fondo A - Más Riesgoso	80%	40%
Fondo B - Riesgoso	60%	25%
Fondo C - Intermedio	40%	15%
Fondo D - Conservador	20%	5%
Fondo E - Más Conservador	5%	0%

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Se estableció un rango entre el límite mínimo y el límite máximo de inversión en instrumentos de renta variable, dentro del cual el administrador del portafolio podrá optimizar su inversión. En efecto, los límites establecidos entregan a las AFP flexibilidad para estructurar carteras lo más adecuadas posible para cada tipo de Fondo considerando el perfil de los afiliados adscritos a cada uno de ellos.¹⁰

La creación de los cuatro Fondos de menor riesgo relativo es de carácter obligatorio para las AFP. La creación del Fondo Tipo A, que corresponde al Fondo más intensivo en títulos de renta variable, es de carácter voluntario. A la fecha todas las Administradoras existentes ofrecen a sus afiliados el Fondo Tipo A.

Los afiliados pueden traspasar sus saldos por cotizaciones obligatorias libremente entre los Fondos. En caso de que se traspasen más de dos veces en un año calendario, la Administradora puede cobrar una comisión de salida, la cual no se puede descontar del Fondo de Pensiones, y cuyo objetivo es evitar costos de administración excesivos y eventuales efectos negativos sobre el mercado de capitales.

2.1.3 Distribución de Saldos entre Fondos

Los afiliados y las AFP pueden acordar que el saldo por cotizaciones obligatorias sea asignado a dos tipos de Fondos de Pensiones. Las Administradoras deben ofrecer a sus afiliados distintas alternativas para la distribución de saldos entre Fondos:

- Los afiliados que tengan sus recursos en dos tipos de Fondos pueden elegir cuál de ellos será el Fondo recaudador para sus cotizaciones con posterioridad a la selección de la distribución de saldos.
- Los afiliados tienen la posibilidad de que las cotizaciones que se enteren en la cuenta individual con posterioridad a la fecha en que se haya efectuado una distribución de

¹⁰ En la sección 2.2.3 se entrega más información sobre los límites de inversión.

saldos, sean divididas en los porcentajes que aquéllos determinen. Esta división de la cotización corresponde a un servicio que las Administradoras pueden ofrecer voluntariamente.

- El afiliado puede solicitar a su Administradora un ajuste periódico de los saldos que registre en sus cuentas personales y que mantiene en dos tipos de Fondos, a fin de que la proporción que eligió inicialmente con relación a cada Fondo, se mantenga respecto del saldo de sus cuentas personales. Esta alternativa, al igual que en el caso anterior, es un servicio que la AFP puede entregar en forma voluntaria.

2.1.4 Contratos entre AFP y Afiliados

Las AFP y los afiliados pueden suscribir contratos para acordar traspasos futuros de saldos de las cuentas personales, entre tipos de Fondos. El objetivo de dar estas posibilidades es lograr una mejor aproximación a las preferencias por riesgo-retorno de cada afiliado, considerando sus características individuales, especialmente su edad. Esto permite a los afiliados decidir por un tipo de Fondo en un momento del tiempo y tener una visión de largo plazo respecto a la estrategia que quiere seguir de ahí en adelante. Específicamente, las AFP pueden ofrecer a sus afiliados dos tipos de contratos. El primero, denominado Contrato básico de traspasos futuros, corresponderá al mecanismo de asignación de fondos por defecto que se establece en la Ley; y el segundo, denominado Contrato ampliado de traspasos futuros, contempla la misma asignación por defecto, agregando los Fondos Tipo A y Tipo E.

En el contrato básico, el saldo de las cuentas personales de los afiliados será asignado de la siguiente forma:

Cuadro N° 4 – Contrato básico

Fondo	Hombres	Mujeres
B Riesgoso	Hasta 35 años	Hasta 35 años
C Intermedio	Desde 36 y hasta 55 años	Desde 36 y hasta 50 años
D Conservador	Desde 56 años	Desde 51 años

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

En el contrato ampliado, el saldo de las cuentas personales de los afiliados será asignado de la siguiente forma:

Cuadro N° 5 – Contrato ampliado

Fondo	Hombres	Mujeres
A Más riesgoso	Hasta 30 años	Hasta 30 años
B Riesgoso	Desde 31 y hasta 35 años	Desde 31 y hasta 35 años
C Intermedio	Desde 36 y hasta 55 años	Desde 36 y hasta 50 años
D Conservador	Desde 56 y hasta 60 años	Desde 51 y hasta 55 años
E Más conservador	Desde 61 años	Desde 56 años

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

En ambos casos, los afiliados pueden optar por un contrato que comience a operar inmediatamente (vigencia inmediata) o en una fecha posterior (vigencia diferida). En este último caso, los traspasos se efectuarán de acuerdo a la gradualidad considerada en el mecanismo que establece la Ley por defecto, es decir, un 20% del fondo por año.

Los afiliados pueden suscribir estos contratos en su AFP y pueden revocarlos o dejar sin efecto un contrato de traspasos futuros en cualquier momento. Cuando estos contratos se suscriben, los afiliados deben disponer de la información acerca de las características del contrato seleccionado, el tipo de inversiones que los Fondos de Pensiones realizan, la eventual rentabilidad y los riesgos asociados a la rentabilidad con respecto a cada tipo de Fondo de Pensiones involucrado en el contrato.

2.2 Inversión de los Fondos de Pensiones

En un sistema de pensiones de contribución definida los riesgos de inversión y longevidad son asumidos por los afiliados (al menos en la etapa activa). Así como también los riesgos asociados al mercado laboral. Chile contempla como pilar principal el de contribución definida, siendo de carácter obligatorio. Respecto de las inversiones, como se mencionó en la sección anterior se ofrecen cinco tipos de fondos (con asignación por omisión y restricciones de acceso). Este esquema es consistente con la literatura especializada que recomienda una estrategia de inversión de acuerdo al ciclo de vida para mitigar los riesgos relevantes asociados a la obtención de una pensión.

Adicionalmente, se observa un bajo nivel de educación financiera de los afiliados. La EPS 2009¹¹ muestra que: (a) 82% de los afiliados desconoce cómo se calculan las pensiones; (b) la mitad de quienes sí responden (8,0% aprox.) señala que se calcula en base al salario de los últimos años; y (c) 66% de los afiliados no sabe en que tipo de fondo se encuentran sus ahorros previsionales. Además existe inercia en la toma de decisiones. Respecto al mercado laboral, existe un alto porcentaje de trabajadores independientes y trabajadores con

¹¹ Subsecretaría de Previsión Social, Chile (2009). “Encuesta de Protección Social (EPS)”. Disponible en <<http://www.proteccionsocial.cl>>.

contratos a plazo fijo, con un alto riesgo de sufrir desempleo. En la etapa de jubilación, se debe decidir la edad de jubilación, así como la modalidad de pensión. Todo esto muestra la relevancia de establecer una regulación adecuada a las inversiones de los Fondos de Pensiones.

En esta sección se explican las regulaciones establecidas para el adecuado funcionamiento del Sistema en relación con el proceso de inversión de los Fondos de Pensiones, la que es aplicable a los distintos tipos de Fondo, en el marco de la ley de reforma al Sistema Previsional que introdujo un conjunto de modificaciones al DL 3.500. Estos cambios se orientaron a perfeccionar y flexibilizar la legislación, definiendo al mismo tiempo, ciertas materias que serían reguladas por un texto complementario denominado Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones. De esta forma, en el nuevo marco normativo, el DL 3.500 provee los lineamientos generales de elegibilidad de los instrumentos financieros en los que podrán invertirse los recursos previsionales, los límites estructurales para la inversión de los Fondos de Pensiones y los límites respecto de emisores que evitan una participación significativa en las decisiones del emisor por parte de los Fondos. Por su parte, el Régimen de Inversión, regula materias específicas de las inversiones de los Fondos de Pensiones, que por su naturaleza requieren de mayor flexibilidad, tales como: condiciones de elegibilidad de los instrumentos financieros, inversión indirecta, límites de inversión cuyo objetivo es propender a una adecuada diversificación de los recursos previsionales e inversión en el extranjero.

El Régimen de Inversión es emitido por Resolución de la Superintendencia de Pensiones, previo informe del Consejo Técnico de Inversiones (CTI).

El CTI debe pronunciarse sobre todas las materias contenidas en el Régimen de Inversión, emitiendo opiniones técnicas y proponiendo perfeccionamientos al mismo. Este Consejo está integrado por cinco miembros, uno de ellos designado por el Presidente de la República, otro por el Consejo del Banco Central de Chile, otro por las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y dos de ellos designados por los Decanos de las Facultades de Economía o Economía y Administración de universidades acreditadas.

2.2.1 Instrumentos Elegibles

Los recursos de los Fondos de Pensiones sólo pueden invertirse en aquellos instrumentos que están expresamente autorizados por ley y en aquellos que autorice la Superintendencia de Pensiones, previo informe del Banco Central de Chile.

Actualmente se autoriza la inversión en títulos estatales del Banco Central de Chile y la Tesorería General de la República, así como en Bonos de Reconocimiento Previsionales; instrumentos emitidos por instituciones financieras, tales como depósitos a plazo, pagarés, letras hipotecarias, bonos y acciones; bonos de empresas públicas y privadas; bonos canjeables por acciones de empresas; acciones de sociedades anónimas abiertas; cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos; cuotas de fondos de inversión de capital extranjero; efectos de comercio emitidos por empresas; e instrumentos extranjeros.

Dentro de los instrumentos extranjeros se encuentran los títulos de crédito emitidos o garantizados por Estados extranjeros, bancos centrales extranjeros, entidades bancarias extranjeras o entidades bancarias internacionales; títulos de crédito emitidos por municipalidades, estados regionales o gobiernos locales; valores o efectos de comercio emitidos por entidades bancarias extranjeras; depósitos de corto plazo emitidos por entidades bancarias extranjeras; acciones; bonos y bonos convertibles emitidos por empresas extranjeras; cuotas de participación emitidas por fondos mutuos y de inversión extranjeros; notas estructuradas; títulos representativos de índices financieros y otros que autorice la Superintendencia, previo informe del Banco Central de Chile y bajo las condiciones establecidas en el Régimen de Inversión.

Además, se permite a las Administradoras efectuar, con recursos de los Fondos de Pensiones, operaciones con instrumentos derivados, tanto con fines de cobertura como de inversión, y celebrar contratos de préstamos de activos, en los mercados nacionales e internacionales.

El objetivo de esta regulación es acotar los tipos de activos en los cuales pueden invertirse los recursos previsionales a aquellos definidos como activos financieros de oferta pública, los cuales tienen la característica que son más líquidos y de fácil valoración en comparación con otro tipo de activos, como por ejemplo los activos reales.

2.2.2 Clasificación de Riesgo

El objetivo del proceso de clasificación de riesgo en el Sistema de Pensiones es disponer de una medida de riesgo que permita establecer límites para la composición del portafolio de los Fondos de Pensiones, que estén en función de la categoría de riesgo de los títulos. En este sentido, a mejor clasificación de riesgo, mayor es el límite de inversión para los Fondos de Pensiones.

Los instrumentos financieros emitidos por entidades privadas son sometidos a distintos procesos de clasificación según su naturaleza.

Para los instrumentos de deuda nacionales, la clasificación de riesgo debe ser efectuada por dos sociedades privadas. La Ley faculta a la Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) a solicitar una tercera clasificación de riesgo para aquellos instrumentos de deuda nacional en que puedan invertir los Fondos de Pensiones y eventualmente, una vez cumplida la formalidad anterior, rechazar las clasificaciones presentadas, con el voto favorable de la mayoría de sus miembros, o rechazar la menor clasificación de riesgo con el voto conforme de cinco miembros. En el caso de los instrumentos de deuda extranjeros, las clasificaciones de riesgo deben ser efectuadas por entidades clasificadoras internacionalmente reconocidas, siempre que el Banco Central de Chile las considere para efectos de la inversión de sus propios recursos.

2.2.3 Límites de Inversión

La conformación del portafolio de inversiones de los Fondos de Pensiones está determinada por varios tipos de límites de inversión, que son fijados en la ley y en el Régimen de Inversión.

La ley establece, en términos generales, que los recursos de los Fondos de Pensiones deben ser invertidos con el objeto de asegurar una adecuada rentabilidad y seguridad. Esta definición se hace operativa, en parte, a través de límites de inversión. Actualmente, la ley establece cinco límites estructurales por instrumento, mientras que los demás límites de inversión por instrumento o grupo de instrumentos se establecen en el Régimen de Inversión¹².

Por instrumento: El objetivo de los límites por instrumento es lograr una adecuada diversificación de las carteras de los Fondos de Pensiones, acotando las combinaciones de retorno y riesgo que éstos pueden alcanzar.

Los cinco límites estructurales establecidos en la ley son:

- Límites para instrumentos estatales.
- Límites máximos de inversión en instrumentos de renta variable de cada tipo de Fondo.
- Límite para la inversión en el extranjero.
- Límite para la inversión en moneda extranjera no cubierta.
- Límite global para instrumentos de mayor riesgo, tales como deuda de mayor riesgo, acciones nacionales de baja liquidez o que no cumplan requisitos mínimos y acciones extranjeras y cuotas de fondos no aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgos.

Por su parte, la ley permite que el Régimen de Inversión fije límites máximos adicionales para instrumentos o grupos de instrumentos. Entre los principales límites por grupos de instrumentos que se encuentran establecidos en el Régimen de Inversión, se puede mencionar los siguientes:

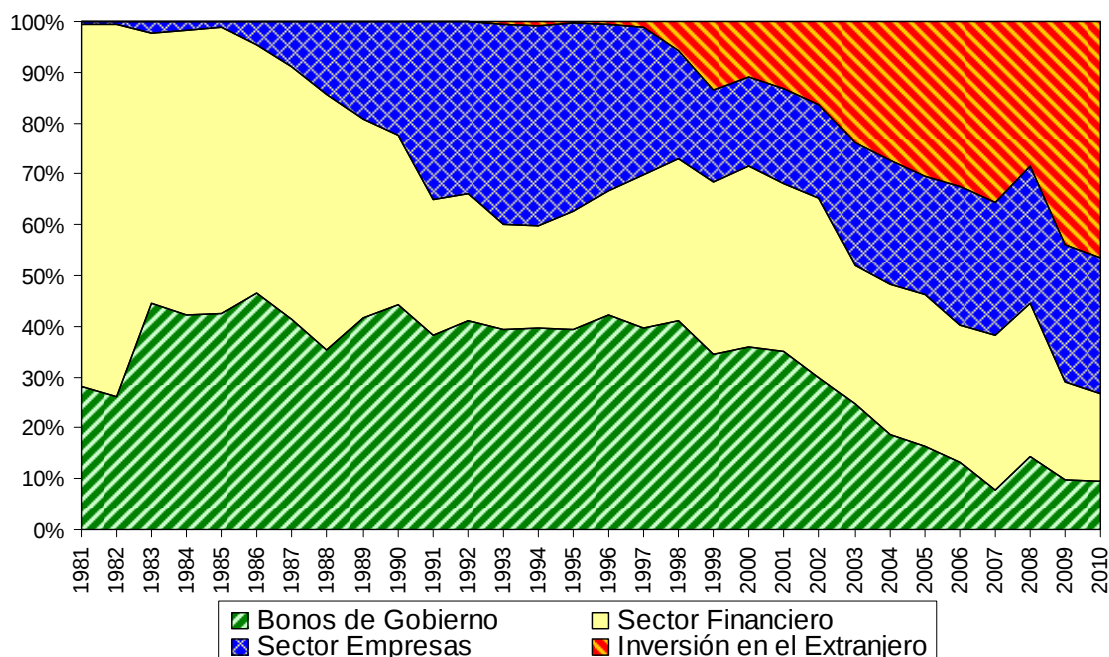
- Bonos de empresas públicas y privadas, bonos de empresas públicas y privadas canjeables por acciones y efectos de comercio.
- Acciones de sociedades anónimas abiertas.
- Operaciones o contratos de préstamo o mutuo de instrumentos financieros nacionales.
- Instrumentos en préstamo (extranjeros).
- Instrumentos con clasificación igual o inferior a BB y nivel N-4 o con menos de dos clasificaciones de riesgo.
- Aportes de promesas de suscripción y pago de cuotas de fondos de inversión.
- Cuotas de Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE).
- Otros instrumentos de oferta pública que autorice la Superintendencia previo informe del Banco Central de Chile.

¹² Para mayor información sobre los límites de inversión ver el capítulo 3 del libro “El Sistema Chileno de Pensiones VII Edición”. Disponible en www.spensiones.cl

De igual manera, la ley permite que se establezcan en el Régimen de Inversión límites mínimos para instrumentos de capital con el objeto de diferenciar los multifondos. Al respecto, el Régimen fija límites mínimos para los Fondos A, B, C y D.¹³

El Gráfico N° 4 muestra la evolución de la cartera de inversión de los Fondos de Pensiones. Se presenta esta desagregación debido a que permite mostrar información desde los inicios del sistema de capitalización individual (año 1981). En este gráfico se puede apreciar que la cartera de inversión ha experimentado cambios importantes a lo largo de los años. Se destaca el aumento en la participación de la inversión en el extranjero, la cual queda mejor justificada con la introducción del esquema de multifondos. Que permite diferenciar fondos más conservadores, con menor inversión en el extranjero, con otros fondos más riesgosos, que pueden tener un mayor riesgo y retorno esperado.

Gráfico N° 4 – Evolución de la cartera de inversión de los fondos de pensiones

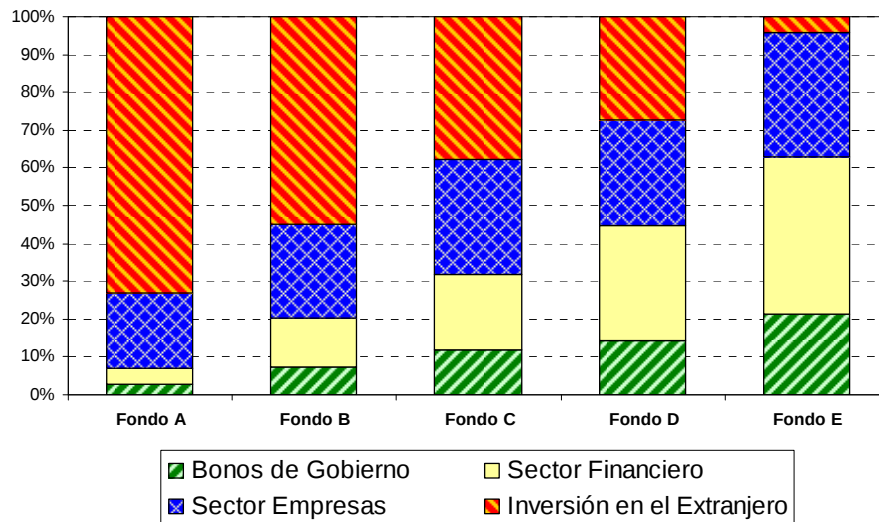


Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

El Gráfico N° 5 muestra la cartera de inversión por Tipo de Fondo, bajo la misma desagregación del gráfico anterior. Acá se puede apreciar la mayor participación de inversión en el extranjero en los fondos de mayor riesgo. Mientras que los fondos más conservadores tienen una mayor proporción invertida en bonos de gobierno y el sector financiero.

¹³ En la sección 2.1.2 se presenta un cuadro con los límites máximos y mínimos para el esquema de multifondos.

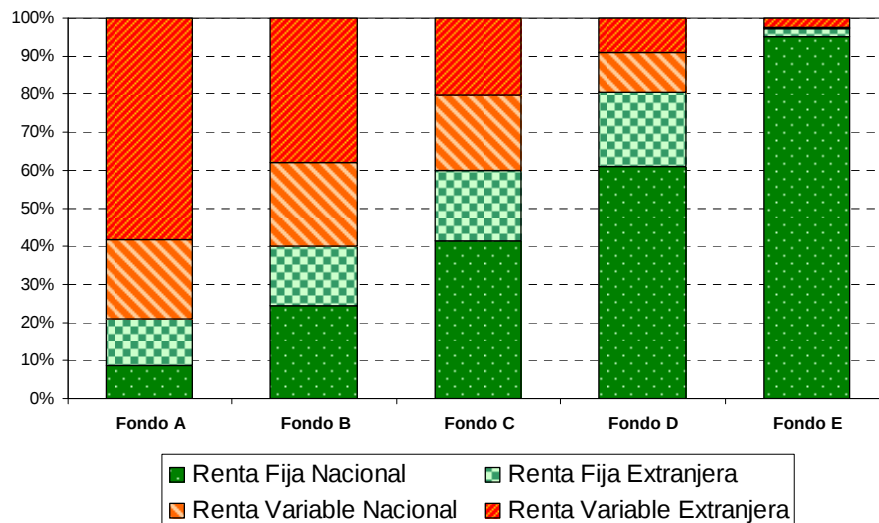
Gráfico N° 5 – Cartera de inversión por tipo de fondo
Información a marzo de 2010



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Por último, el Gráfico N° 6 muestra la cartera de inversión por Tipo de Fondo, donde en este caso se hace la desagregación entre inversión nacional y extranjera, así como entre inversión en renta fija y renta variable. Acá se puede apreciar cómo la inversión en renta variable extranjera es considerable para los fondos más riesgosos, y disminuye a niveles mínimos para los fondos más conservadores. De modo similar, la inversión en renta fija nacional es mayoritaria para los fondos más conservadores, y disminuye considerablemente para los fondos más riesgosos.

Gráfico N° 6 – Cartera de inversión por tipo de fondo
Información a septiembre de 2010



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Por emisor: En este caso, el objetivo es doble. El límite establecido como un porcentaje del valor del Fondo permite acotar la concentración de las inversiones de los Fondos de Pensiones en instrumentos emitidos o garantizados por una misma entidad, privilegiando la diversificación. En cuanto al límite establecido como un porcentaje de los activos o del patrimonio del emisor, se trata de evitar que el Fondo de Pensiones adquiera un peso significativo en las decisiones del emisor. Por ejemplo, en el caso de una sociedad anónima se trata de impedir que un Fondo de Pensiones se transforme en controlador de la sociedad. Además existen distintos límites por emisor dependiendo del sector económico que se trate, distinguiéndose el sector financiero (bancos y empresas de leasing), el sector externo, los fondos de inversión y fondos mutuos, el Estado y las empresas. A su vez, dentro de cada uno de estos sectores existen límites distintos según el tipo de instrumento que se trate. Los límites por emisor en función del Fondo de Pensiones se encuentran establecidos en el Régimen de Inversión. Por su parte, los límites en función del patrimonio o activo del emisor se establecen en la ley.

Tratamiento de excesos: Los excesos de inversión se producen cuando en algún momento se superan los límites establecidos, ya sea por un incumplimiento por parte de la administradora, por cambios en la clasificación de riesgo, por cambios en el valor de los instrumentos o por cambios regulatorios.

En los casos en que se produzcan los excesos dependiendo del tipo de instrumento y su causa se establecen distintos mecanismos para su regularización. El Artículo 47 del DL 3.500 señala que en caso de que, por cualquier causa, una inversión realizada con recursos de un Fondo de Pensiones sobrepase los límites o deje de cumplir con los requisitos establecidos para su procedencia¹⁴, el exceso deberá ser contabilizado en una cuenta especial en el Fondo afectado y la Administradora correspondiente no podrá realizar nuevas inversiones para este Fondo en los mismos instrumentos mientras dicha situación se mantenga. Asimismo, si una inversión realizada con recursos de los Fondos de Pensiones de una misma Administradora sobrepase algún límite aplicable a la suma de éstos o deje de cumplir con los requisitos establecidos para su procedencia, la Administradora correspondiente no podrá realizar nuevas inversiones para ninguno de los Fondos en los mismos instrumentos, mientras dicha situación se mantenga. Lo anterior es sin perjuicio de la facultad del Superintendente para aplicar las sanciones administrativas que procedan.

En el numeral III.5 del Régimen de Inversión establecen los mecanismos y los plazos para la eliminación de los excesos de inversión que se produzcan y, en caso que corresponda, para cubrir los déficits de inversión, en relación a los límites de inversión establecidos en el DL 3.500 y el Régimen de Inversión.

2.2.4 Responsabilidad Explícita de las Administradoras

Las AFP tienen una serie de obligaciones y responsabilidades que ayudan a mitigar los riesgos del Sistema de Pensiones. En términos generales, éstas se refieren principalmente al gobierno corporativo de las AFP, así como a la administración de los Fondos de Pensiones. En particular, se destaca la incorporación de una responsabilidad explícita de las AFP en la

¹⁴ Por ejemplo, por una disminución en la clasificación de riesgo.

Ley, asociada a una mayor responsabilidad de las mismas en distintos ámbitos. En este sentido, son importantes también los requerimientos de encaje y de rentabilidad mínima que se describen más adelante.

Estas responsabilidades se hacen más evidentes a través de la Ley 20.255 del año 2008 en que en términos generales se explicita que las Administradoras serán responsables por los perjuicios causados a los afiliados en sus cuentas de capitalización individual producto del no cumplimiento oportuno de sus obligaciones, así como de las instrucciones dadas por el afiliado a aquéllas en el ejercicio de los derechos que le establece esta ley. La Ley 20.255 incorpora cambios que hacen explícita la responsabilidad de las AFP en distintas materias. En esa misma ley, en lo referido a la subcontratación de servicios relacionados con el giro de las AFP se mantiene la responsabilidad de la Administradora. Esto es cuando se subcontratan servicios que se refieren a la administración de cuentas individuales; la administración de cartera de los recursos que componen el Fondo de Pensiones; los servicios de información y atención de consultas referidas al funcionamiento del Sistema de Pensiones; la recepción de solicitudes de pensión y su remisión a la Administradora para el trámite correspondiente, y la recepción y transmisión de la información.

La Ley 20.255 también delega a las AFP mayor responsabilidad en relación a la administración de los Fondos de Pensiones. De este modo, las Administradoras deberán contar con políticas de inversión para cada uno de los Tipos de Fondos de Pensiones que administran y conflictos de interés, las que serán elaboradas por el directorio. Se deberá remitir copia de la política de inversión y de solución de conflictos de interés a la Superintendencia, y asimismo deberá publicarla en su sitio Web para que este a disposición de los afiliados.

2.2.5 Rentabilidad Mínima y Encaje

En el caso de Chile existe un mecanismo de rentabilidad mínima en términos relativos respecto a la rentabilidad promedio del sistema para un período de 36 meses. De no cumplir con la regla de rentabilidad mínima, la administradora debe poner recursos propios para compensar la diferencia respecto del promedio del sistema. Estos recursos los debe obtener la administradora del Encaje, que es una reserva que deben mantener las AFP en todo momento del tiempo y, si los recursos son insuficientes, debe poner recursos propios adicionales. En caso de utilizar recursos del Encaje estos tienen que ser repuestos. Con todo, si la administradora no entera los recursos, el Estado lo hará y se procederá a la liquidación de la administradora.

El Encaje, mencionado anteriormente, equivale a un uno por ciento del valor total administrado y son recursos que forman parte del patrimonio de la administradora. Estos recursos deben ser invertidos en los mismos instrumentos en los cuales se invierten los fondos de pensiones. De esta forma, se resguarda el tener recursos disponibles en caso de producirse una rentabilidad inferior a la rentabilidad mínima, y a la vez, la Administradora tiene inversiones en los mismos instrumentos en los cuales están invertidos los fondos y por ende, tiene incentivos a efectuar estas inversiones de la mejor manera posible. El Encaje en

el caso de Chile es un porcentaje elevado del patrimonio de las Administradoras de Fondos de Pensiones, representando en promedio un 56% del total.¹⁵

El detalle del mecanismo de rentabilidad mínima es el siguiente: en cada mes las Administradoras de Fondos de Pensiones son responsables de que la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada uno de los Fondos de Pensiones que administran, no sea menor a la que resulte inferior entre:

- a. La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos del mismo tipo, menos cuatro puntos porcentuales para los Fondos Tipo A y B, y menos dos puntos porcentuales para los Fondos Tipo C, D y E.
- b. La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad.

En el caso que un Fondo cuente con menos de treinta y seis meses de funcionamiento, se medirá la rentabilidad sólo para el período en que dicho Fondo se encuentre operando y la banda de fluctuación para el requisito exigido en la letra a) anterior, se amplía a seis puntos porcentuales para los Fondos A y B y a cuatro puntos para los Fondos C, D y E.

Para ilustrar el mecanismo de cálculo de la rentabilidad mínima y su banda de fluctuación, a continuación se presentan dos casos a modo de ejemplos. Si en un mes determinado la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos Tipo C es de 3%, en el caso de que un Fondo de Pensiones de ese tipo tenga una rentabilidad real de los últimos treinta y seis meses inferior a 1%, operan los mecanismos de resguardo de la rentabilidad mínima establecidos en la ley mencionados anteriormente (encaje y garantía estatal). En este caso el menor valor viene dado por la condición (a). Por otra parte, si la rentabilidad real de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos Tipo C es de 10%, en el caso de que un Fondo de Pensiones del mismo tipo tenga una rentabilidad real anualizada, para ese período, inferior a 5%, operan los mecanismos de resguardo de la rentabilidad mínima. En este caso el menor valor viene dado por la condición (b).

2.3 Estructura de Comisiones

La estructura de comisiones es uniforme para todos los afiliados independientemente del Fondo que éstos elijan. Esta disposición tiene el objeto de no aumentar la complejidad del Sistema para los afiliados y simplificar la labor del pago de cotizaciones por parte del empleador. El Cuadro N° 6 muestra la tasa de comisión porcentual sobre el depósito de cotizaciones de las distintas administradores de fondos de pensiones existentes en el sistema.

¹⁵ Información en base a información financiera de las AFPs a Junio de 2009.

Cuadro N° 6 – Tasa de comisión porcentual
(Octubre 2010)

AFP	%
Capital	1,44
Cuprum	1,48
Habitat	1,36
Modelo	1,14
Planvital	2,36
Provida	1,54

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

La ley 20.255 estableció un proceso de licitación para nuevos afiliados con el objeto de incrementar la competencia en el sistema. La primera licitación tomó lugar en Febrero del 2010. Un nuevo entrante (AFP Modelo) ganó la licitación al ofrecer el menor costo por administración (1,14%) entre cuatro participantes (donde tres de ellos fueron AFPs existentes). La incorporación de nuevos afiliados comenzó en Agosto 2010. Los nuevos afiliados al sistema de pensiones serán asignados a AFP Modelo por un período de 24 meses, período luego del cual un nuevo proceso de licitación se llevará a cabo. Como se observa en el Cuadro N°4, actualmente hay seis AFPs en el mercado, siendo AFP Modelo la que ofrece la menor comisión, seguida por Habitat con un 1,36%.

2.4 Aportes Voluntarios

Los afiliados al sistema de pensiones también pueden hacer aportes voluntarios para el financiamiento del retiro en las Administradoras de Fondos de Pensiones. Estos aportes tienen beneficios tributarios asociados cuando tienen el carácter de ahorro previsional voluntario. El aportante puede optar entre dos regímenes tributarios:

- No estar afecto a impuesto a la renta al momento de realizar el aporte, con tope de 600UF¹⁶ al año, y una vez que la persona se pensiona se paga el impuesto a la renta que corresponda a esa fecha por la pensión.
- No tener exención tributaria al momento de realizar el aporte y tener un subsidio equivalente a un 15% del monto ahorrado con tope de 6 UTM¹⁷ al año.

En el caso del ahorro previsional voluntario, además de los cinco fondos que ofrecen cada una de las Administradoras de Fondos de Pensiones, se puede optar por productos que ofrecen las Compañías de Seguro de Vida, los Bancos, Administradoras de Fondos Mutuos, Administradoras de Fondos de Inversión, Administradoras de Fondos para la Vivienda, Administradoras Generales de Fondos, Intermediarios de Valores cuyos planes hayan sido aprobados por la Superintendencia de Valores y Seguros.

¹⁶ Al 31 de diciembre de 2010, 1 UF es equivalente a 21.455,55 pesos chilenos, o US\$ 45.81.

¹⁷ UTM se define como Unidad Tributaria Mensual y a diciembre de 2010, 1 UTM es equivalente a 36.605 pesos chilenos, o US\$ 78.16.

2.5 Regulación Respecto a Información de los Fondos de Pensiones

Durante toda la vida activa los trabajadores afiliados al sistema de pensiones deben tomar decisiones, cada una de estas decisiones puede tener un impacto significativo en la pensión final. Es por ello, que la información que se entrega por parte de las Administradoras se encuentra fuertemente regulada. En primer lugar, existe la obligación de proveer cierta información por determinados medios y con cierta periodicidad. Por ejemplo, a través de cartas, la página Web o medios de comunicación escritos de circulación nacional. A través de cartas cuatrimestrales, llamada la cartola cuatrimestral, los afiliados tienen información sobre el estado de sus cotizaciones, las comisiones cobradas y la rentabilidad obtenida. De esta manera los afiliados pueden verificar que sus empleadores estén cumpliendo con la obligación legal de contribuir mensualmente en sus respectivas Administradoras. Esta información también esta disponible en la página Web de cada una de las AFP. Esta información es clave, pero lamentablemente son pocos los afiliados que efectivamente la consultan y aún cuando leen la información, en muchos casos no es comprendida. Se requieren aún mayores esfuerzos para lograr un mayor interés en esta información y a su vez simplificarla para ser comprendida por la mayoría de los trabajadores.

Para el caso de trabajadores con mayor preparación en temas financieros, también se encuentra disponible, tanto en el sitio Web de la Superintendencia, como en el de cada una de las Administradoras, información sobre la cartera de inversiones de cada uno de los Fondos que se administran. Esta información se encuentra con el mayor detalle posible, para ser consultada por los afiliados. Esto contribuye a la transparencia del sistema, aún cuando en muchos casos los trabajadores no tienen la capacidad de analizarla. Aún cuando la información que se entrega tiene todo el detalle de cada uno de los instrumentos en los cuales se invierten los Fondos, de acuerdo a la Ley 20.255, esta información tiene un rezago de 4 meses. No obstante, la información agregada a nivel de sistema por clase de instrumento se encuentra disponible solo con un mes de rezago. El objetivo de esta medida incorporada en la reciente reforma previsional, fue resguardar la transparencia por un lado, pero sin que esto significara revelar información estratégica de cada una de las Administradoras que desincentivara el destinar recursos a buscar las mejores estrategias de inversión. El rezago en la entrega de esta información de alguna manera mitiga el tradicional comportamiento manada que hace que todas las Administradoras adopten estrategias de inversión similares, donde de hecho algunas de ellas simplemente siguen a otras.

Dado que la información de cartera es muy compleja, la existencia de alternativas de inversión para los afiliados hacía necesario comunicar las características de estas alternativas en la forma más simple posible, para facilitar la toma de decisiones por parte de los afiliados. Es por ello que a partir del año 2008 toda comunicación sobre los Fondos de Pensiones lleva el nombre del Fondo, donde estos nombres fueron dados por la Superintendencia de acuerdo a sus características. En el caso de Chile, existen 5 alternativas de inversión ofrecidas por cada una de las administradoras, A-más riesgoso, B-riesgoso, C-intermedio, D-conservador, E-más conservador. Estos nombres deben ser usados por las administradoras incluso al hacer publicidad.

Respecto de campañas publicitarias, también existen algunas restricciones a como las Administradoras pueden usar la información. Por ejemplo, es la Superintendencia la entidad que entrega en forma oficial las cifras de rentabilidad histórica, publicándose la rentabilidad del último mes, de los últimos 12 meses, la rentabilidad desde la creación de los multifondos, año 2002, y desde la creación del sistema, año 1981. Es solo respecto de estas rentabilidades que se puede hacer publicidad y en caso de dar información sobre la posición en el ranking, se debe explicitar el período y el fondo del cual se trata. De otra forma, eventualmente todas las administradoras podrían proclamarse como las más rentables, dependiendo del período y el fondo del cual se trate y generaría gran confusión en la población.

Adicionalmente, para una adecuada toma de decisiones desde el año 2005 se mandata a las Administradoras el envío a sus afiliados de una proyección de pensión. Esto es para el caso de aquellos afiliados de mas de 35 años, a quienes se les muestra cual sería su situación al momento de pensionarse si contribuyen en forma constante hasta la edad de jubilación versus la situación en la cual no contribuyen. De esta forma se refleja la importancia de cotizar por un lado y por el otro, eventualmente, una persona podría tomar conciencia de que aún cotizando en forma continua tendría un nivel de pensión inferior al deseado, esta información es útil para tomar medidas en forma temprana y corregir esta situación. Para quienes ya están próximos a pensionarse, menos de diez años, en vez de mostrar la situación de si cotizan o no, se les muestra el impacto que tendría sobre sus pensiones el postergar la edad de jubilación. Esto también ayuda a la toma de decisiones informada.

2.6 Rentabilidad Real Histórica de los Multifondos

El sistema de multifondos ha registrado tasas de rentabilidad real bastante favorables desde su introducción. El Fondo A registra una rentabilidad real anual de 9,22% entre septiembre 2002 y diciembre 2010. Le sigue el Fondo B, con una rentabilidad de 7,55%: En igual período, el Fondo E muestra un retorno anual promedio de 3,86%. El Fondo C, el único existente desde la creación del sistema de AFPs, evidencia un retorno real anual por sobre el 9,0% desde julio de 1981.

Cuadro N° 7 – Rentabilidad real de los Fondos de Pensiones
(en porcentaje)

Fondo de Pensiones	Últimos 12 meses (Ene 2010-Dic 2010)	Promedio anual últimos 36 meses (Ene 2008-Dic 2010)	Promedio anual (Sep2002-Dic2010)
Tipo A - Más riesgoso	11,64	-1,45	9,22
Tipo B – Riesgoso	11,38	1,28	7,55
Tipo C – Intermedio	9,34	2,79	6,28
Tipo D - Conservador	7,08	3,64	5,24
Tipo E - Más conservador	6,71	4,62	3,86

Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

El buen desempeño de los fondos ha ido acompañado por una mayor diversificación de las inversiones a lo largo de los años. Cuando el sistema de pensiones fue introducido en el año

1981, la ley determinó un set de clases de activos bastante restrictivo en los cuales las AFPs podían invertir, exclusivamente renta fija pública y privada.

En el año 1985, las AFPs fueron autorizadas a invertir en renta variable doméstica. En 1990, se autorizaron las inversiones en fondos de inversión y renta fija extranjera. Y en el año 1994 fue posible invertir en renta variable extranjera. Adicionalmente fueron permitidas las operaciones de cobertura.

Estas innovaciones fueron introducidas con el objetivo de aumentar las posibilidades de inversión de las AFPs en distintas clases de activos. La gradualidad de dichas innovaciones tomo en cuenta los siguientes factores: el grado de desarrollo del mercado de capitales domestico en los 80s, las garantías estatales existentes en sistema de pensiones, y el crecimiento significativo que fueron experimentando los fondos de pensiones al compararlos con la oferta doméstica de activos financieros. El límite de inversión en activos financieros extranjeros también fue aumentando en el tiempo. Actualmente el límite global para inversión extranjera se ubica en 60%. Es decir, la suma de las inversiones en el extranjero de los Fondos de Pensiones A, B, C, D y E de una misma administradora, no podrá superar dicho porcentaje del valor de estos Fondos.

3 Impacto de la Crisis Financiera del Año 2008

En esta sección se analizan los efectos en el sistema previsional chileno, de la crisis financiera del año 2008, denominada “*crisis subprime*”. Se muestra el efecto en la rentabilidad de los multifondos. Así como también estadísticas sobre el comportamiento de los afiliados al sistema ante este escenario de alta volatilidad financiera.

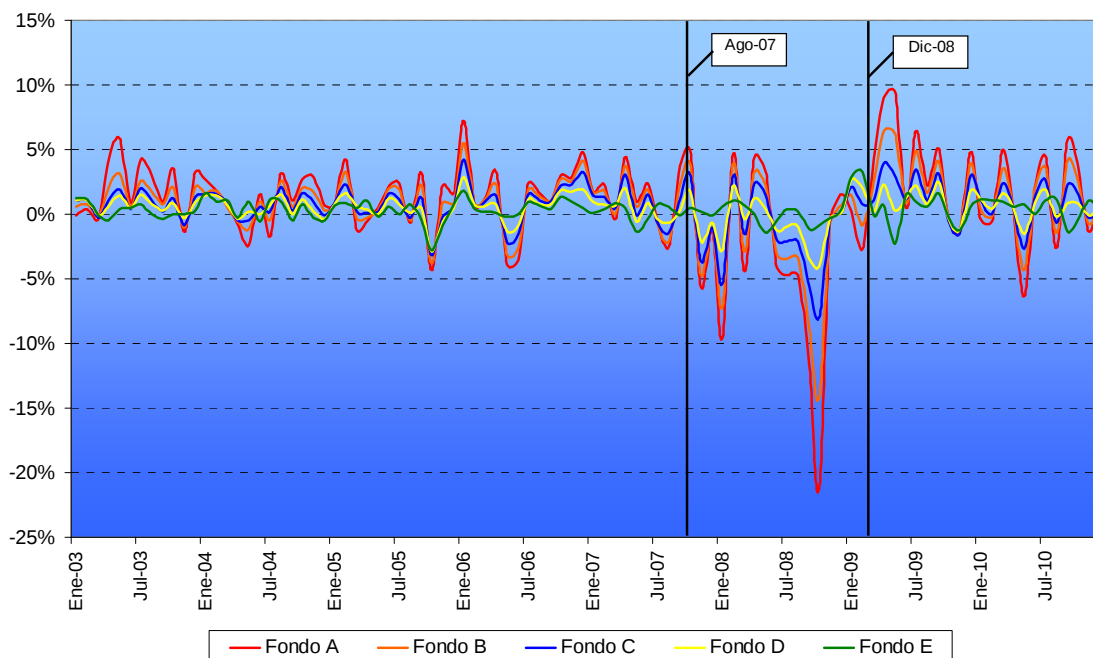
3.1 Desempeño de los multifondos y Crisis Financiera del 2008

El gráfico N° 9 muestra la rentabilidad real mensual por tipo de fondo, desde enero 2003 hasta diciembre 2010. Se marca una ventana entre agosto 2007 a diciembre 2008, que puede considerarse el período que fue afectado más fuertemente por la crisis financiera. Se puede apreciar que los años anteriores a la crisis, desde la creación del esquema de multifondos, presenta niveles de volatilidad moderados, en donde los fondos más riesgosos (con una mayor proporción de sus carteras invertidas en renta variable) muestran mayor volatilidad en cada momento del tiempo, en comparación a los fondos más conservadores.

Se considera que agosto 2007 es el mes inicial de esta crisis financiera. A partir de ese período, la volatilidad de los fondos más riesgosos aumenta considerablemente. Observándose una mayor frecuencia de episodios con rentabilidades negativas. En octubre 2008 se produjeron las peores rentabilidades (para los fondos A al D) desde la creación del esquema de multifondos, en donde la rentabilidad real mensual para los fondos A hasta el E fue de -21,3%; -14,2%; -8%; -4% y -0,9%, respectivamente. A partir de enero 2009 se observa una mejora en la rentabilidad, aunque se mantienen niveles de volatilidades mayores a aquellos previos a la crisis. En mayo 2009 los fondos más riesgosos (fondos A y

B) alcanzan las mayores rentabilidades históricas, donde la rentabilidad real mensual para los fondos A hasta el E fue de 9,5%; 6,3%; 3%; 0,3% y -2,3%, respectivamente.

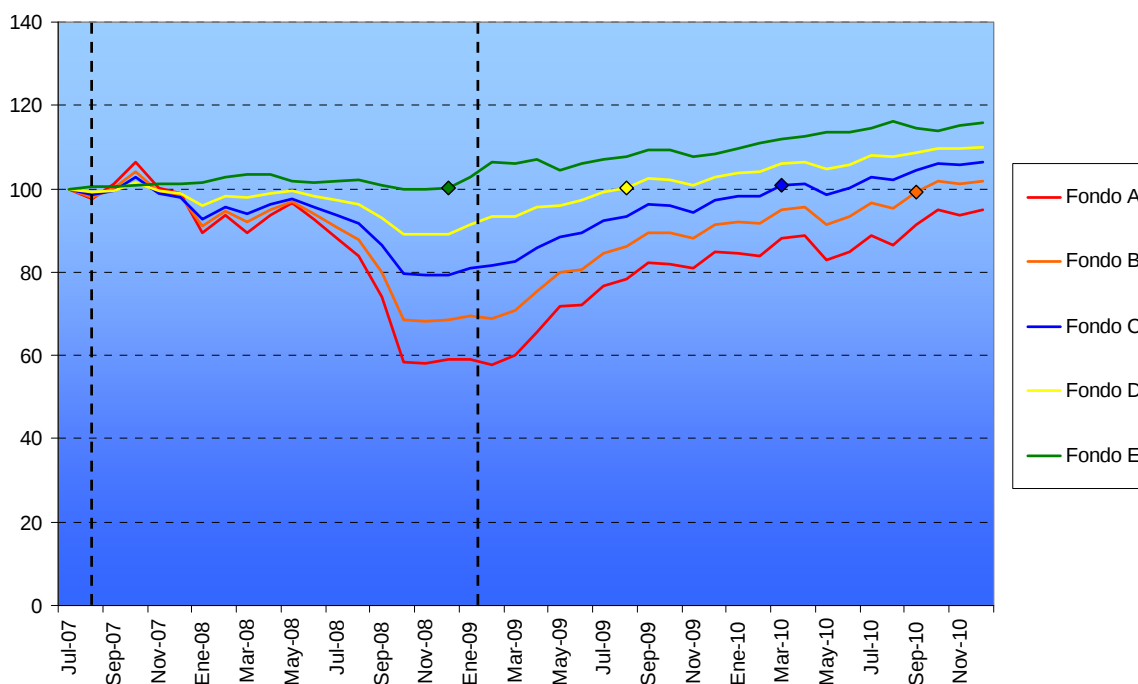
Gráfico N° 9 – Rentabilidad real mensual por tipo de fondo



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Si consideramos el mes de julio 2007 como período base, podemos ver la caída en términos de rentabilidad, del período agosto 2007 a diciembre 2008. El gráfico N° 10 muestra este análisis. A partir de ahí, se puede ver cuánto tiempo transcurre hasta que la rentabilidad de cada fondo permite volver al nivel del período base considerado inicialmente. Al observar el mes de diciembre 2008 en el gráfico, se puede apreciar que los fondos más riesgosos experimentaron las mayores caídas durante el período de crisis. Al mismo tiempo, se observa que el fondo más conservador (fondo E) mantuvo su nivel respecto del período considerado como base. Después del período considerado como crisis, se observa que los distintos fondos muestran una recuperación similar en términos de rentabilidad. En el gráfico se marca el período en que los distintos fondos vuelven al nivel del mes considerado como base. Se observa que los fondos menos riesgosos demoraron menos tiempo en volver a este nivel, mientras que el fondo más riesgoso (Fondo A) aún no alcanza el nivel del mes base, consistente con las caídas bastante más pronunciadas experimentadas por los fondos más riesgosos. Cabe recordar que los períodos considerados en este análisis son arbitrarios y solo buscan ilustrar el efecto de la crisis financiera en términos de rentabilidad.

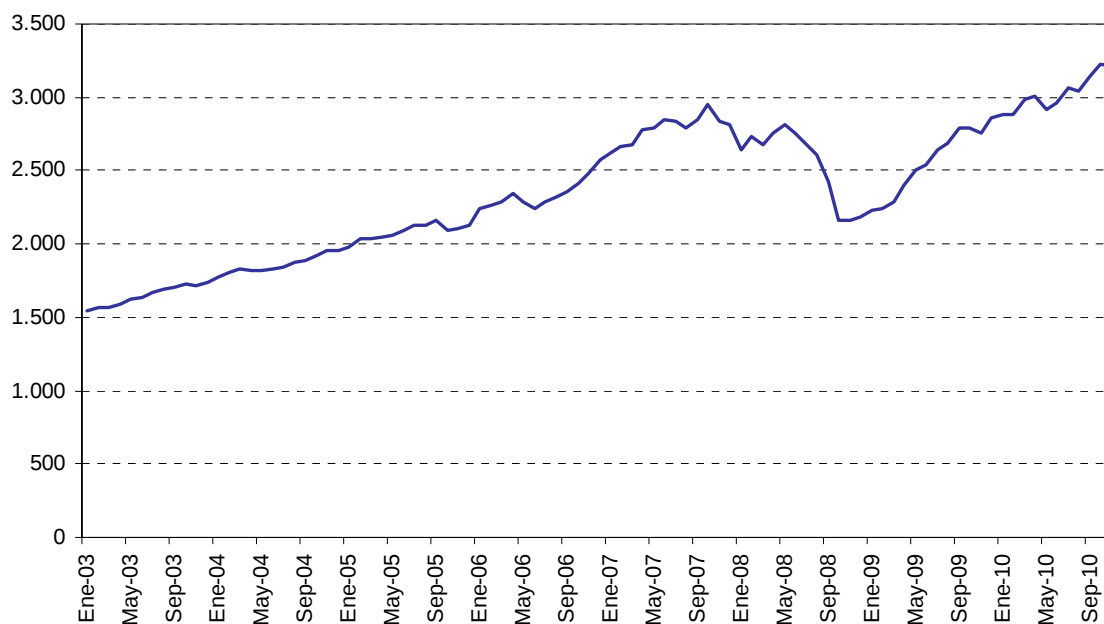
Gráfico N° 10 – Efecto rentabilidad a partir de un período base (Julio 2007)
(Esta medición no considera los aportes realizados en cada período ni los cambios de fondos)



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

El gráfico N° 11 muestra el valor real de los activos de los fondos de pensiones, a nivel de sistema, para el período enero 2003 a septiembre 2010. El valor de los activos considera tanto un efecto rentabilidad (el cual es ponderado por la participación de cada tipo de fondo en el valor total de los activos del sistema), así como un efecto producto de las contribuciones y los pagos de pensión. En este gráfico se puede apreciar el aumento constante en el valor de los activos, con dos caídas en los meses de octubre 2005 y junio 2006, períodos en los cuáles hubo una caída importante en rentabilidad. El valor de los activos alcanza un máximo en octubre 2007, para luego empezar a disminuir hasta alcanzar un valor mínimo en octubre 2008. Se puede apreciar que esta crisis financiera ha tenido el mayor impacto en el valor de los activos de los fondos de pensiones desde la creación del esquema de multifondos.

Gráfico N° 11 – Valor real de los activos de los fondos de pensiones
Cifras en millones de UF (unidad de medida indexada a la inflación)¹⁸



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

3.2 Cambios de Fondos de los Afiliados

Cuando se analiza el comportamiento de los afiliados en relación a su elección de fondos, es importante tener claridad sobre cuál sería el objetivo de la elección de fondos. Para esto, se debe recordar en primer lugar que los recursos de los Fondos de Pensiones deben ser invertidos con el objeto de asegurar una adecuada rentabilidad y seguridad, y así permitir a los afiliados obtener niveles adecuados de pensión. Asimismo, se tiene que el esquema de multifondos busca aumentar el valor esperado de las pensiones. Luego, la elección de fondos por parte de los afiliados debería seguir un objetivo de largo plazo, que es alcanzar un nivel de pensión de acuerdo a sus necesidades.

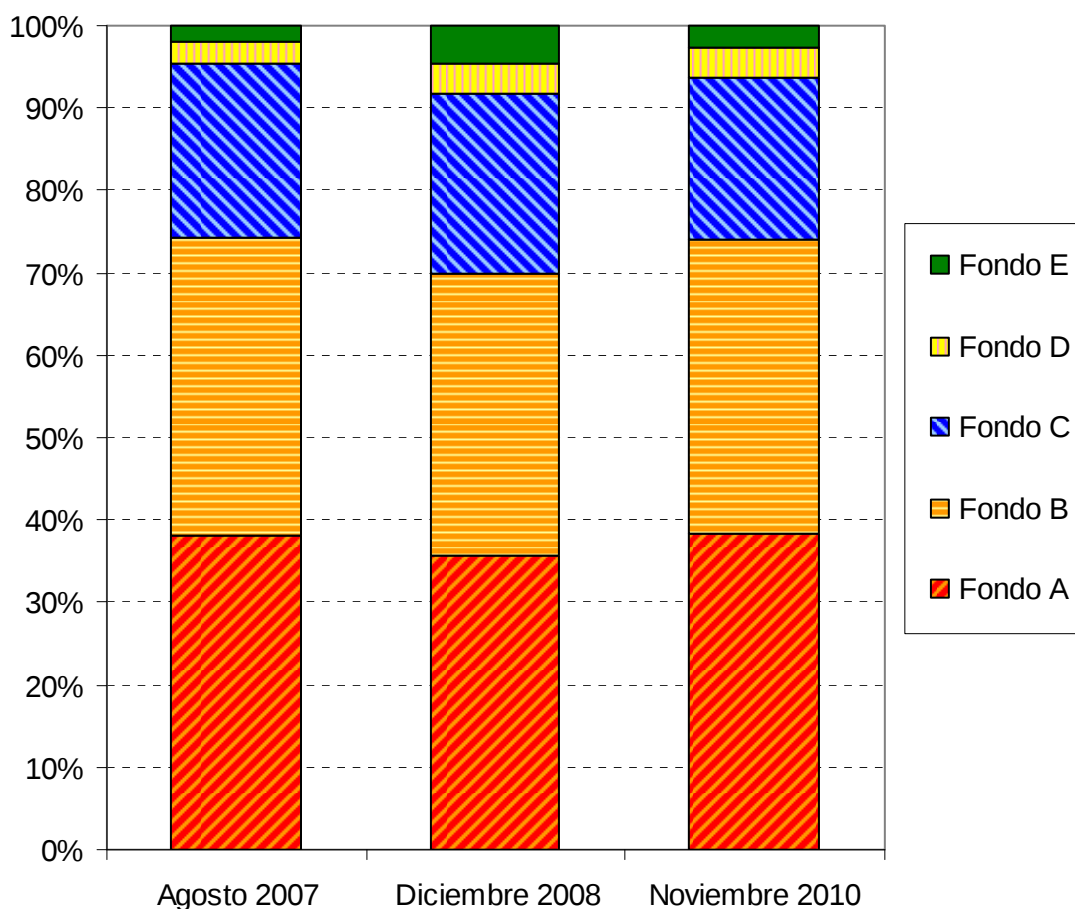
Sin embargo, se observa que en muchos casos los afiliados manejan la inversión de sus fondos de pensiones de manera similar al manejo de inversión en acciones. En donde se intenta hacer “*market timing*”, para obtener una mayor rentabilidad producto de las fluctuaciones del mercado. Esto puede llevar a un resultado positivo en términos de ahorro acumulado si se toman decisiones acertadas; sin embargo, es probable también que estas decisiones no sean las más adecuadas y se afecte negativamente a los fondos. Si consideramos que es muy difícil predecir la evolución de los mercados y que existe, en general, una importante falta de formación financiera en los ahorrantes, este tipo de decisiones conlleva un riesgo muy importante.

A modo ilustrativo, el gráfico N° 12 muestra la composición de afiliados por Tipo de Fondo para tres períodos en torno a la crisis financiera del año 2008. Se puede apreciar en

¹⁸ Al 31 de diciembre de 2010, 1 UF es equivalente a 21.455,55 pesos chilenos, o US\$ 45.81.

primer lugar que con anterioridad a la crisis, agosto 2007, los afiliados estaban muy concentrados en los fondos de mayor riesgo (Fondos A y B), y en una proporción muy baja en el fondo más conservador (Fondo E). Posteriormente, cuando ya ocurrieron los episodios más negativos de rentabilidad, diciembre 2008, se observa un aumento importante en la participación de los fondos más conservadores (Fondos D y E). Este cambio en la composición de los afiliados se puede relacionar con la hipótesis de proteger las inversiones ante fluctuaciones de corto plazo. Sin embargo es muy probable que en muchos casos el cambio hacia un fondo de menor riesgo se haya hecho con posterioridad a la caída en rentabilidad. Materializando de ese modo la pérdida producida. Finalmente, cuando la rentabilidad y volatilidad de los fondos de pensiones hubo alcanzado niveles más razonables, noviembre 2010, se puede apreciar una tendencia por la elección de fondos de mayor riesgo. Sin embargo, en muchos casos los afiliados siguen un comportamiento de inercia, manteniéndose en los fondos más conservadores, y evitando de ese modo participar de la recuperación en la rentabilidad de los fondos de mayor riesgo.

Gráfico N° 12 – Composición de afiliados por tipo de fondo



Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile

Evidencia alternativa que respalda el análisis anterior se obtiene al analizar la relación entre las tasas de salida por tipo de fondo y la rentabilidad real para los Tipos de Fondo A y E

entre septiembre 2007 y mayo 2009, un período de alta volatilidad en los mercados financieros asociada a la crisis *subprime*. En efecto, en dicho período se percibió un aumento en las decisiones de cambio de fondos por parte de los afiliados. En particular, en el mes de mayo de 2009, cuando el fondo tipo E alcanzó una rentabilidad real negativa y el fondo tipo A mostró una recuperación importante, aproximadamente 13.500 afiliados retiraron sus ahorros del fondo tipo E, lo que corresponde a una tasa de salida de 7,3% medida como el ratio entre el número de personas que se cambiaron de fondo y el total de personas en el fondo original en el mes anterior. Efecto opuesto se produjo durante el mes de octubre de 2008, en que la rentabilidad del fondo A caía en un 20%, la tasa de salida del fondo tipo A al E aumentó a un 3,0% desde tasas en torno al 0,5% en los meses previos.

Otro elemento importante, se refiere a la inercia en la toma de decisiones. Si bien se registraron aumentos no menores en las tasas de salidas de los Fondos A y E en meses específicos durante la crisis financiera internacional, un bajo porcentaje del total de afiliados realizó cambios voluntarios de fondos en dicho período. Adicionalmente, aproximadamente 2/3 del total de afiliados se encuentra en la asignación por defecto; es decir nunca ha tomado una decisión activa o voluntaria respecto al fondo en que invertirá sus ahorros.

En definitiva, la evidencia parece mostrar que existe un componente significativo de inercia en la toma de decisiones; y de aquellos afiliados que si deciden voluntariamente cambiarse de fondo, dicho comportamiento estaría principalmente orientado por fluctuaciones de corto plazo en la rentabilidad de los fondos, sin considerar un horizonte de inversión más de largo plazo que es el relevante para sus ahorros para la pensión.

3.3 Medidas Adoptadas

El esquema de multifondos existente en Chile es visto a nivel internacional como una de los elementos importantes para enfrentar escenarios de crisis financiera como el que se presentó el 2008, así se menciona en el artículo “*Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis*” publicado por la OECD¹⁹. Chile ha evidenciado seguir de manera satisfactoria las mejores prácticas a nivel internacional para el mejoramiento del sistema de pensiones, siendo uno de los elementos importantes, la respuesta del país a la crisis financiera.

En primer, lugar la existencia de alternativas de inversión hace posible que quienes desean alternativas más conservadores, por no estar dispuestos a enfrentar períodos de volatilidad tenían esta alternativa a su disposición y quienes preferían tomar más riesgo también lo pueden hacer. Adicionalmente, esta libertad tiene algunas restricciones que permiten acotar el riesgo que pueden asumir los afiliados, es así como mencionamos que quienes están a 10 años antes de pensionarse no pueden optar por la estrategia de inversión más agresiva, el Fondo A. El mismo artículo de la OECD plantea la importancia de las estrategias por defecto y que estas tengan menor exposición al riesgo cuando la persona este próxima a la edad de pensionarse, lo que es efectivamente así en el caso de Chile.

¹⁹ OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 36

El sistema de pensiones chileno, más allá del esquema de Multifondos, tiene otros elementos que también contribuyen a mitigar el impacto de una crisis como la del año 2008. En el artículo de la OECD se presentan una serie de elementos claves en términos de regulación y supervisión de pensiones privadas que son considerados como relevantes para tener en consideración al momento de evaluar las respuestas que distintos países han adoptado para enfrentar mejor una crisis financiera. Entre estos están los siguientes puntos frente a los cuales la regulación en Chile se ha mantenido consiste o esta avanzando en esa dirección:

a. Las pensiones privadas siguen siendo un componente importante para complementar el financiamiento de las pensiones futuras. La reforma previsional del año 2008 perfeccionó el sistema de contribuciones definidas y extendió los incentivos del ahorro previsional voluntario hacia aquellos trabajadores de ingresos medios y bajos para los cuales la exención tributaria no constituía un incentivo.

b. El ahorro para pensiones es de largo plazo. En el caso de Chile se aumentaron recientemente los requisitos para pensionarse anticipadamente, alargando el horizonte de inversión de estos ahorros, ya que la longevidad de la población es cada vez mayor. A su vez, para reforzar el que las decisiones de inversión son de largo plazo, como se mencionó en la sección 2.1.6 se estableció la posibilidad de firmar mandatos para cambios de fondos futuros consistentes con una estrategia de inversión de largo plazo, tal que los cambios de fondo no respondan a situaciones de mercado específico sino que tengan a la vista un objetivo final de largo plazo.

c. Deben usarse redes de protección adecuadas para hacerse cargo de quienes tienen ingresos insuficientes en la etapa de retiro. Este también fue un elemento reforzado por la reforma previsional del año 2008, de hecho es el principal elemento de esa reforma y permite mitigar no solo el riesgo financiero al que están expuestos los trabajadores más vulnerables sino que los riesgos en el mercado laboral y otras situaciones que terminen afectando su capacidad de ahorro para el retiro o la oportunidad en la cual este se produzca.

d. Los esquemas de contribución definida pueden ser mejorados introduciendo una asignación por defecto. Respecto de la inversión de los fondos este es un aspecto de crítica importancia y en el caso de Chile existe una asignación por defecto que responde a una estrategia de ciclo de vida, esto implica una menor exposición a renta variable para quienes están próximos a pensionarse. Esta alternativa se suma a las que ya tienen los afiliados para invertir los fondos y que para la crisis financiera además se flexibilizó permitiendo que las nuevas contribuciones se pudieran depositar en un Fondo distinto al cual el afiliado había decidido previamente mantener sus ahorros. De esta manera si una persona quería mantenerse en un fondo riesgoso para ver la posibilidad de beneficiarse de un escenario de recuperación, no necesariamente tendría que exponer a ese mismo nivel de riesgo sus nuevas contribuciones.

e. *Deben existir alternativas flexibles para el retiro.* Si bien es importante restringir el acceso a la pensión anticipada como se mencionó en la letra b anterior, lo es también el que no se tenga una fecha fija para pensionarse y que la persona en definitiva tenga la posibilidad de cambiar esta fecha dependiendo de las condiciones de mercado. También se menciona la conveniencia de alternativas de pensión distintas a la renta vitalicia, puesto que esta implica materializar la pérdida que se ha generado en el Fondo en el momento de pensionarse. En el caso de Chile, existe la alternativa de retiro programado y la fecha de pensión es libre a partir de la edad legal, todos elementos consistentes con los considerados como adecuados. Más aun, producto de la crisis financiera se hicieron algunos ajustes respecto del fondo en que se encuentran las personas al momento de pensionarse, durante el trámite se les permite cambiarse de fondo, lo que antes no era permitido; además, se requiere que explícitamente declaren en que fondo se quieren mantener mientras está en trámite su pensión y si deciden cambiarse la AFP materializa el cambio de inmediato y no como ocurría anteriormente en que se esperaba hasta el final del trámite para realizar cualquier cambio.

f. *La supervisión debe ser proporcional, flexible y basada en riesgos.* La Superintendencia esta avanzando desde el año 2006 en esta dirección, con la implementación de un modelo de Supervisión Basada en Riesgos. Esto se encuentra actualmente en su fase final de implementación esperándose estar en completa operación el año 2011.

g. *Tener mecanismos de comunicación efectivos y transparencia en la información es importante.* De acuerdo la descripción entregada en la sección 2 este es un aspecto largamente tratado en la regulación en Chile, si bien aun quedan desafíos importantes pendientes. Han sido avances fundamentales la introducción del SCOMP (sistema de consultas y ofertas de montos de pensión) el año 2004, la proyección personalizada de pensión que se envía a los afiliados desde el año 2005, y los asesores previsionales que incorporó la reforma previsional del año 2008. Como una medida específica frente a la crisis financiera del año 2008 se decidió incorporar un nombre a los fondos que reflejara sus características: Fondo A es el más riesgoso, B es riesgoso, C es intermedio, D es conservador y E más conservador. Estos nombres acompañan cualquier información pública sobre los fondos.

h. *Se deben perfeccionar los mecanismos de gobierno corporativo y administración de riesgos de los administradores de fondos de pensiones.* Este también fue un aspecto incorporado en la reforma previsional en la que se establecieron requisitos especiales para constituirse como director autónomo en las administradoras de fondos de pensiones y estos directores tienen roles importantes a través del comité de inversiones y conflictos de interés, ambos requeridos a partir de esta misma reforma. Esto contribuye a mejorar los gobiernos corporativos de las administradoras dándole mayor garantía a los afiliados respecto de la toma de decisiones de inversión que se adopten. Estas decisiones deben además ser consistentes con políticas de inversión que tienen carácter público.

i. *Mejorar la educación financiera.* La reforma previsional incorporó la creación de Fondo de Educación Previsional, este fondo ya ha sido licitado en dos oportunidades y deberá en el futuro constituirse en la base fundamental de programas de educación que en el largo plazo ayuden a generar mayor cultura previsional y financiera en general. Este tema ha estado también en la agenda del Comité de Superintendentes donde se han estado analizando posibles iniciativas conjuntas en este ámbito.

j. *No sobre-regular.* Al enfrentar una crisis tan aguda como la del año 2008 se tiende a pensar que podría haber una tendencia a regular más allá de lo necesario, generando ineficiencias. En el caso de Chile en los años previos a la crisis se estaba avanzando en la dirección contraria, de hecho la misma reforma del año 2008 simplificó la regulación financiera contenida en la Ley llevándola a un cuerpo normativo que le diera mayor flexibilidad, este cambio hoy se está consolidando y no se ha planteado una vuelta atrás en esta materia. Más aún, la incorporación de supervisión basada en riesgos permitiría simplificar la regulación del sistema de pensiones en varios ámbitos y se está también avanzando en esa dirección.

4 Desafíos Pendientes

El sistema de multifondos es actualmente bien evaluado; sin embargo, requiere de perfeccionamiento que permitan su consolidación y nos de mayores garantías de que está adecuadamente diseñado para cumplir su objetivo de largo plazo, es decir, obtener pensiones adecuadas para los afiliados al sistema de pensiones de capitalización individual. Si bien el sistema lleva operando ya 8 años, no es claro, en términos concretos, cuál es la medida relevante para medir el cumplimiento de este objetivo. Que se entiende por pensiones adecuadas es justamente la pregunta que debemos responder para determinar y evaluar si el diseño actual está respondiendo a ese objetivo.

Para responder esta pregunta se debe plantear en términos de cuál es el nivel de pensiones esperado y cuál es el riesgo en torno a ese nivel esperado que estamos como sociedad dispuestos a tolerar. Una vez definidos los parámetros deseables se deben hacer las estimaciones para evaluar los resultados de distintas estrategias de inversión. El diseño de herramientas que permitan hacer estas estimaciones es una tarea que desde hace algunos años aborda la Superintendencia de Pensiones.

Estos análisis permitirán mejorar el diseño del portafolio considerado como estrategia por defecto y en general la regulación sobre cambios de fondos. A su vez, la existencia de herramientas adecuadas para medir el riesgo pensión permitiría entregar esta información a los afiliados para una mejor toma de decisiones.

Asimismo, esta herramienta servirá para ejercer supervisión por parte de la Superintendencia de Pensiones focalizando los recursos y energía de esta entidad hacia

aquellas administradoras, inversiones o situaciones particulares que requieran mayor atención dependiendo del riesgo que muestren.

Esto es solo parte del potencial de una herramienta que permita acercarnos a evaluar el sistema de pensiones y su desempeño respecto de su objetivo final.

Referencias

Antolín, P. and Stewart, F. (2009). "Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis". OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 36

Berstein, S.; Fuentes, O. and Torrealba, N. (2010). "In an Individually Funded Pension System: How Can Risks Be Mitigated?". Documento de Trabajo N°36, Superintendencia de Pensiones, Santiago.

Subsecretaría de Previsión Social, Chile (2009). "Encuesta de Protección Social (EPS)". Disponible en <http://www.proteccionsocial.cl>

Superintendencia de Pensiones (2009). "Chile 2008: Una Reforma Previsional de Segunda Generación". Disponible en <http://www.spensiones.cl/573/article-6102.html>.

Superintendencia de Pensiones (2009). "Circular N° 1697 Establece contratos de traspasos futuros de cuentas personales entre tipos de fondos de pensiones según edad del afiliado".

Superintendencia de Pensiones (2010). "El Sistema Chileno de Pensiones VII Edición" Disponible en <http://www.spensiones.cl/573/article-7206.html>

Superintendencia de Pensiones (2010). "Resolución N°16, del 26 de enero de 2010: Modifica Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones".

Superintendencia de Pensiones. Centro de Estadísticas. Disponible en <http://www.spensiones.cl>.