

# La regulación de los fondos de pensiones en América Latina: reseña y lecciones de la experiencia<sup>1</sup>

---

*Ulpiano Ayala O.<sup>2</sup>*

## I. INTRODUCCION

El sistema pensional vigente en Chile lleva ya 17 años en funcionamiento. Argentina, Chile, Colombia y Perú tienen experiencias de cinco o más años con sus reformas de los sistemas de pensiones. México, Bolivia y El Salvador ya llevan entre dos y tres años de haber puesto en marcha los nuevos regímenes, y Venezuela aprobó una ley de reforma todavía por implementar. Todos estos sistemas están basados en la capitalización individual. Reformas del mismo tipo están en trámite en otros países de la región, como Nicaragua y Ecuador, y han llegado hasta Hungría, bajo la influencia alcanzada por el modelo "chileno" y sus derivados.

Este trabajo se basa en la experiencia de los sistemas regulatorios empleados en los siete países latino-americanos con sistemas en funcionamiento<sup>3</sup>. Se

ocupa de los tradicionales asuntos de regulación prudencial y regulación paternalista, así como de temas más amplios y controversiales tales como los que resultan de los aspectos estructurales de las reformas, que determinan el entorno y el marco dentro de los cuales operan los fondos de pensiones y sus administradores, los que afectan el sector, y los que tienen que ver con las inversiones, la valoración, garantías de rentabilidad mínima y estatales.

Las comparaciones entre estos países, así como la confrontación entre filosofías regulatorias, se emplean en este artículo para elaborar una lista de los principales dilemas regulatorios que enfrenta el país que quiera hacer una nueva reforma, o que quiera mejorar lo que ya ha hecho, así como para

---

<sup>1</sup> Versión revisada de un trabajo presentado en la Conferencia Lacea, octubre 4 de 1997, en Bogotá Colombia. Se agradecen los comentarios de Salvador Valdés, y de los participantes en el simposio.

---

<sup>2</sup> Investigador Asociado de Fedesarrollo. El autor estaba vinculado a la Universidad de los Andes cuando escribió la primera versión de este artículo.

<sup>3</sup> Uruguay tiene un sistema complementario que ofrece una opción de capitalización individual, y que solo contribuye marginalmente a la formación de las pensiones de quienes la escojan.

pensar en la evolución y en la sucesión de reformas a lo largo del camino de desarrollo de los nuevos sistemas reformados.

Entre estos asuntos principales se encuentran: i) la naturaleza y alcance de la reforma pensional, ii) la filosofía regulatoria (enfoque paternalista o del "hombre prudente", la autonomía de los reguladores, el balance entre fondos públicos y privados), iii) esquemas de afiliación y contribuciones: lo voluntario y lo mandatorio, afiliación individual o por grupos, etc., iv) barreras a la entrada, controles operacionales, tarifas y comisiones, v) límites a las inversiones, reglas de rentabilidad mínima y garantías estatales.

Las lecciones derivadas de la reseña de experiencias y de las "mejores prácticas regulatorias" se clasifican y dirigen a los potenciales usuarios de las recomendaciones: i) países pequeños, ii) países medios y grandes que no han reformado (como Brasil)), iii) las tareas pendientes en los países recientemente reformados (Bolivia, Colombia, Perú y México), iv) la frontera de la reforma (Chile).

## **II. EL MODELO BASICO DE REGULACION "DRA- CONIANA" EMPLEADO EN AMERICA LATINA: ALCANCE, RACIONALIDAD, LIMITACIONES Y ALTERNATIVAS**

Las reformas pensionales latinoamericanas reseñadas en este trabajo presentan grandes similitudes en cuanto al mecanismo de ahorro y seguros, las entidades que lo administran (AFPs) y el régimen e instituciones regulatorias, aspectos en los cuales se sigue básicamente el modelo chileno con variantes discutidas luego, ya que primero interesan las afinidades en los mecanismos de ahorro y seguros y en los administradores privados, que a su vez conducen a la unanimidad regulatoria. Por otra parte, las reformas difieren en mucho mayor grado en

cuanto a la manera como se sustituirán eventualmente los sistemas antiguos de reparto y la manera como se articulan los pilares, aspectos que afectan el entorno en el cual se desempeña la regulación y la manera como ésta se efectúa, y sus efectos y perspectivas<sup>4</sup>.

### **A. Regulación draconiana**

Las reformas de interés han empleado un enfoque uniforme "draconiano" a la regulación de los fondos privados de pensiones, que reglamenta y supervisa casi todos los aspectos de su operación, en contraste con el enfoque del "hombre prudente", que caracteriza los países angloamericanos<sup>5</sup>. En ambos casos se administran básicamente fondos mutuos, pero compuestos en el caso latinoamericano por ahorros forzados de la seguridad social, y en el otro caso por ahorros voluntarios complementarios.

La principal justificación del enfoque "draconiano" ha sido el desarrollo de nuevos sistemas obligatorios, reemplazando antiguos sistemas de reparto en crisis, en países con sistemas financieros disfuncionales y poco desarrollados. Las regulaciones "draconianas", particularmente en Chile, obedecieron a: i) el carácter obligatorio del sistema, ii) la carencia inicial de un mercado de capitales fuerte y transparente, iii) la falta de familiaridad de los trabajadores con

---

<sup>4</sup> Una descripción de las primeras reformas se encuentra en: BID, Economic and Social Progress in Latin America: 1996 Report, Capítulo 7: "Pension reform", páginas 185 a 206, Washington, 1996. Ver también: H. Bertín y A. Perotto, Los Nuevos Sistemas de Pensiones en América Latina, FIDES & Fasecolda, 1997; y O. Mitchell y F. Barreto, "¿After Chile, what? Second round social security reforms in Latin America", Revista de Análisis Económico, Noviembre de 1997, páginas 3 a 36.

<sup>5</sup> Caracterización debida a D. Vittas, en "Regulatory controversies of pension funds", trabajo presentado en la Conferencia "Pension systems: from crisis to reform", EDI- Banco Mundial, Noviembre de 1996, Washington D.C.

los instrumentos del mercado de capitales, iv) las garantías requeridas por los trabajadores, v) para evitar que los administradores de los fondos se expusieran a riesgos excesivos sabiendo que hay garantías públicas (riesgo moral), vi) la necesidad de tranquilizar a los trabajadores respecto a un cambio de régimen pensional, vii) la importancia de evitar fallas y evitar sorpresas desagradables que pudieran restar apoyo a la reforma.

Las características principales del modelo regulatorio "draconiano" son las siguientes<sup>6</sup>:

- ❑ Obligación de afiliación en cabeza de los trabajadores individuales, que solo pueden escoger administradora y aseguradora, y la modalidad de pensión;
- ❑ Las administradoras requieren autorización pública, son completamente especializadas en este negocio y no se admiten otros intermediarios financieros, y solo manejan una cuenta por trabajador, y un fondo por administradora;
- ❑ Regla uniforme de tarificación y comisiones cobradas por administración, y predeterminación de los tipos de tarifas y comisiones admisibles (aunque no los niveles);
- ❑ Límites a las inversiones, en cuanto a los instrumentos y las concentraciones por emisor;
- ❑ Requisitos de rentabilidad mínima;

---

<sup>6</sup> En algunas ocasiones la regulación draconiana ha impuesto aún mayores restricciones, pero con carácter inicial y temporal, mientras se logra algún grado de desarrollo del mercado o de la regulación. Ejemplo: en Bolivia solo habrá dos administradoras durante los cinco primeros años, y los afiliados pueden escoger entre ellas solo en cuatro ciudades. Sobre el caso boliviano, ver: H. Von Gersdorff, *Pension Reform in Bolivia*, Policy Research Working Paper 1832, World Bank, 1997.

- ❑ Garantías últimas estatales sobre la rentabilidad y las pensiones mínimas;
- ❑ Entidad supervisora especializada, autónoma, y con fuertes poderes reglamentarios, además de los de vigilancia y control.

A lo cual se añaden con alguna frecuencia:

- ❑ Limitaciones o prohibiciones a las inversiones en el extranjero
- ❑ Requisitos de calificación para los instrumentos
- ❑ Exigencia de inversiones mínimas en títulos públicos<sup>7</sup>

Por supuesto, a ello se suman otras regulaciones, principalmente de tipo "prudencial", que son compartidas con otros tipos de regulación como la del "hombre prudente": capital mínimo, protección de los inversionistas contra fraude y conflictos de interés, calidad de la información, etc.<sup>8</sup>

Este tipo de regulación es el que se ha impuesto generalmente sobre el manejo de los ahorros pensionales voluntarios: permite más escogencias individuales (por ejemplo entre pensiones definidas por beneficios o por contribuciones), erige menores barreras de entrada, no obliga especialización de

---

<sup>7</sup> Esta exigencia es contraria a los fundamentos básicos del modelo, puesto que implica un retroceso a la inversión controlada por el gobierno, pero se ha impuesto (e.g. temporalmente en México) a la sombra del espíritu draconiano de este tipo de regulaciones, y bajo el pretexto de financiación del costo fiscal de la transición.

<sup>8</sup> El enfoque del "hombre prudente" busca asegurar que efectivamente se realice el plan ofrecido de inversiones, y asegurar la calidad de la información al inversionista. Se interviene para asegurar buenos administradores de inversiones, y no para injerir en lo que éstos hacen.

los intermediarios, permite a los administradores manejar múltiples fondos y a los ahorradores tener varias cuentas, permite segmentaciones de mercado y reglas diferenciadas de precios, no procura dirigir las inversiones ni impone rentabilidades mínimas, y rara vez otorgan garantías estatales.

Aunque ha sido claro que el modelo regulatorio "draconiano" ha obedecido a las limitaciones iniciales de los mercados y de las autoridades regulatorias, y que se han efectuado importantes modificaciones que lo han ido flexibilizando, ha sido copiado en lo esencial en casi todas partes sin variaciones radicales, ha sido difícil cambiarlo, y las innovaciones parciales han tenido aún poco desarrollo. Realmente, ha habido más variaciones en torno a la arquitectura de los sistemas pensionales, que alrededor de la regulación de los mismos.

## **B. Alternativas**

Esto es sorprendente, habida cuenta de la gran variedad de opciones pensionales, y de administración de las mismas, y por lo tanto, también de posibilidades de regulación. Es sabido que en materia de sistemas financieros y de regulación de los mismos no hay consenso sobre ventajas predominantes de los mercados de capitales intermediados vrs. no intermediados, sobre sistemas financieros jerarquizados vrs. abiertos, y por lo tanto sobre los lugares y mecanismos apropiados para las inversiones pensionales y papel de los inversionistas institucionales, y en correspondencia con ello, sobre la forma más adecuada de regulación. Este trabajo propende por la revisión crítica y la evaluación de los sistemas regulatorios de los sistemas pensionales, puesto que no parece haber razón para la unanimidad ni para la inflexibilidad observadas.

En materia pensional puede recordarse que la modalidad de capitalización individual es solo una

entre múltiples formas de arquitecturas multipilares que efectúan una adecuada división de las funciones básicas de protección contra riesgos de vejez y asociados: redistribución, ahorro y aseguramiento. Baste mencionar que esquemas de capitalización organizados a partir de las empresas son los que predominan en muchos países avanzados, y que en ellos también se prefiere a menudo el ahorro voluntario incentivado tributariamente en lugar de imponer altas metas de ahorro forzoso. En los sistemas de capitalización individual, las garantías estatales contra la pobreza asumen varias formas, desde las pensiones básicas universales hasta los seguros de pensiones mínimas, y ello incide en los incentivos para la regulación financiera y de seguros. Correspondiendo con ello, la regulación debería adoptar formas bastante diversas. La regulación se debería apreciar como correspondiente al entorno de protección social, y habría de preverse su evolución de acuerdo con la de dicho entorno y la de los mercados de capitales. La regulación de los fondos se debería adecuar también a la etapa de transición de las reformas pensionales, y no solo al tipo de administradoras o de mercado de capitales.

## **C. Limitaciones generales de la regulación "draconiana"**

Este tipo de regulación presenta en principio limitaciones que se deben comparar con sus ventajas para las etapas iniciales de desarrollo de los sistemas pensionales en países con mercados de capitales poco desarrollados. Se presenta primero una visión general inicial, que será desarrollada en secciones posteriores sobre cada uno de los dilemas regulatorios encontrados en la experiencia latinoamericana reciente.

Un sistema de capitalización individual traslada buena parte de los riesgos a los afiliados. Por lo tanto, el riesgo principal es *la volatilidad de los retornos*



de las inversiones. Esta es la razón por la cual se impone una regulación que limita las inversiones aceptables, exige garantías de funcionamiento en términos de rentabilidad, cierra los administradores potenciales y delimita sus actividades y formas de cobro de sus servicios, bajo el pretexto de proteger los ahorros forzados frente al subdesarrollo del mercado y al potencial de abuso de los administradores, así como por la necesidad de ofrecer garantías estatales mínimas para evitar la caída en la pobreza.

Compárese dicha situación con la que prevalecería si se tratara de *ahorro voluntario*, y donde sean mucho menores por razones de nivel de desarrollo, los riesgos de volatilidad y de pobreza. Esta comparación es la que permite una primera aproximación a los costos de la regulación draconiana<sup>9</sup>.

El efecto principal de las restricciones a las inversiones es el de estrechar la frontera de posibilidades "riesgo-retorno", y por lo tanto es reductor del bienestar. Para evitarlo, el regulador debería replicar la más amplia frontera entre las posibles, pero ello lo haría mejor el administrador privado, que es el que conoce y actúa en el mercado. Por otra parte, es seguro que las preferencias de los individuos respecto al riesgo evolucionan y varían de acuerdo con la edad, la riqueza, la salud, la ocupación y el estatus laboral y la evolución del universo de inversiones posibles, y por ello las restricciones a las inversiones, directas o vía exigencia de rentabilidad mínima, no tienen porqué beneficiar a la mayoría, y siempre habrá numerosos perjudicados.

---

<sup>9</sup> Nótese que se trata de una aproximación de primer orden. La restricción de obligatoriedad de los ahorros implica que en verdad se requiere un análisis de optimalidad de segundo orden, que en principio podría conducir a que la solución restringida por el regulador, en cuanto a las inversiones, sea superior a la irrestricta. Esto requeriría sin embargo a su vez, un regulador benévolo y omnisciente, o sea un mundo sin problemas de información ni de agencia.

En segundo lugar, hay riesgo de que el administrador optimice algún objetivo diferente al del inversionista, o sea que también hay un *problema de agencia*. Las medidas requeridas para proteger al inversionista de los problemas de agencia han de ser adecuadas a cada posibilidad de abuso o fraude: privilegiar transacciones personales sobre las del fondo, manipulaciones de precios, transacciones privilegiadas con partes relacionadas, etc. A menos que se crea que dicho tipo de problemas se concentra en determinado tipo de instrumentos de inversión, no hay porqué creer que estos problemas se resuelven mediante limitaciones a las inversiones. Pero si este fuera el caso, las reglamentaciones deberían aplicarse no solo a los administradores de los fondos de pensiones, sino a todos los administradores de inversiones, como los fondos mutuos. La aplicación de estándares diferentes en materia de elegibilidad, requisitos de capital, gobernabilidad corporativa, revelación de información, y similares, conduce a arbitrajes inducidos por la regulación. Lo que demandan los problemas de agencia en los países en desarrollo es una mejor regulación prudencial sobre todos los intermediarios.

Por supuesto no se trata de argumentar tampoco que la regulación del ahorro pensional obligatorio debería limitarse solo a la que existe para los sistemas voluntarios y sin garantías estatales. Sí se requiere, sobre todo *supervisión especializada* e imposición de ciertos mínimos adicionales a los de los demás fondos de inversión y seguros, así como procedimientos especiales de salvamento. Lo que se persigue es que la regulación no añada riesgos adicionales a los del mercado.

La creencia en que las inversiones de los fondos de pensiones son muy especiales ha conducido a impedir el acceso al manejo del ahorro pensional obligatorio a otros intermediarios, y hasta discriminarlos o excluirlos del manejo del ahorro voluntario

complementario, y por lo tanto a proteccionismo de las AFPs y a limitaciones a la competencia, que reducen los incentivos para la eficiencia y generan comportamiento de búsqueda política de rentas.

A menudo colabora a ello la estructura de las comisiones. Los fondos de pensiones obligatorias, por alimentarse con cotizaciones cobradas como impuestos de nómina, típicamente derivan las remuneraciones para los administradores de las inversiones de comisiones cobradas como porcentaje de los salarios asegurados. En contraste con ello, la comisión típica del administrador de un fondo mutuo voluntario es un porcentaje de los recursos administrados. Ello implica que en los años iniciales, y a menudo por largos plazos, las rentabilidades netas son bien inferiores a las brutas. Ello resulta perjudicial para los afiliados que no tienen otra opción de pensiones, y para el sistema de capitalización administrado por las AFPs, cuando tiene que competir con los sistemas públicos de reparto. Así se estimulan formas de competencia basadas en inversiones promocionales, en lugar de competencia por retornos netos a los afiliados o de competencia por productos<sup>10</sup>. Ello puede provocar, entre otros, actividades para provocar traslados, que encarecen la gestión de las AFPs.

---

<sup>10</sup> La competencia mediante esquemas costosos de comercialización no es debida exclusivamente a que las comisiones se cobren como porcentaje de los salarios asegurados. La combinación de la obligatoriedad de las contribuciones y el tipo de producto ofrecido puede de por sí tender a generar principalmente equilibrios competitivos de alto costo y alto precio de administración, por sobre los de bajo costo y precio. Una competencia basada en comisiones por administrar fondos de inversión con base en el tamaño de estos, y en precios flexibles respecto a cada uno de los servicios ofrecidos, restringiría casi completamente las posibilidades para equilibrios de alto costo y precio. Véase al respecto, S. Valdés, "Administrative Costs in a Privatized Pension System", trabajo presentado en la Conferencia "Pension System Reform in Central America", organizada por el Harvard Institute for International Development, Cambridge, Mass., U.S.A., Julio de 1998.

## **D. Perspectivas**

Las observaciones anteriores conducen a afirmar que la regulación draconiana no podría tener más que justificación temporal, debería ser muy específica a cada conjunto de condiciones iniciales, y siempre tiene riesgos de desfase frente a la evolución del sistema pensional, del mercado de capitales, y de la cobertura y la evolución de la población afiliada y protegida. La regulación debería evolucionar entonces hasta convertirse principalmente en prudencial.

El negocio de la administración de fondos de pensiones no tiene porqué restringirse siempre a empresas especializadas, ni estas tienen porqué ofrecer siempre una sola posibilidad de inversión en un solo fondo garantizado en su rentabilidad mínima, ni hay porqué forzar reglamentariamente diversificación de las inversiones. La autoridad no tiene porqué ir siempre más allá de la supervisión prudencial, y en tal caso tampoco se justifica que haya de ser permanentemente especializada y aislada del resto de la supervisión financiera.

## **III. LAS EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS FRENTE A LOS PRINCIPALES ASUNTOS REGULATORIOS**

### **A. La estructura de los sistemas reformados, especialmente durante la transición**

El entorno de la regulación está determinado por el sistema pensional adoptado. Aunque estas reformas han implantado sistemas de capitalización individual que a la larga asumirán el papel principal en la formación de pensiones obligatorias, se han combinado con sistemas de reparto -formal o prácticamente- transitorios o complementarios, y en algunos casos hasta competitivos con el sistema de ahorro. Dicha combinación puede afectar significativamente el ambiente y los resultados de la regulación

de los fondos de pensiones y de las administradoras y aseguradoras.

En Bolivia, Chile, México y el Salvador se eliminan (a la larga o inmediatamente) los sistemas de reparto, y no hay competencia con los fondos de capitalización individual. Pero en Colombia y Perú rige una competencia formal entre los subsistemas de reparto y de ahorro, y en el primero de estos países los afiliados pueden hasta migrar solo con restricción de frecuencia entre ellos. En estos casos, la regulación cubre explícita o implícitamente a los sistemas públicos y arbitra la competencia con el sector administrado privadamente<sup>11</sup>. El subsistema público disfruta generalmente de mayores garantías estatales implícitas, o aún explícitas en forma de ventajas de beneficios esperados garantizados. En el caso Colombiano, ello llega hasta a permitir una posibilidad de especulación (o "riesgo moral") contra todo el sistema y a costa del fisco: ya que el afiliado puede incorporarse a los fondos para trasladarse al final al sistema público de reparto si éste le reporta mayor reemplazo, ante lo cual sería impotente la regulación<sup>12</sup>.

En todos los casos las garantías estatales para pensiones, mínimas o substitutivas, afectan vía incentivos el negocio de administración de pensiones y su regulación. Las garantías para complementos de pensiones mínimas reducen el incentivo de los afiliados pobres para buscar el mejor administrador de

sus fondos. Las garantías para pensiones substitutivas, particularmente bajo formas como las pensiones complementarias argentinas o la opción mexicana abierta a la generación de transición (escoger entre la pensión resultante de la capitalización o la del antiguo régimen de reparto), disminuyen el interés de los miembros de este grupo por los rendimientos de los fondos. Ello demandaría aún mayor cuidado o tutela sobre éstos, particularmente durante los primeros años de la transición.

El alcance mismo de la regulación puede verse afectado por la forma de la transición. El caso colombiano es ilustrativo de una reforma que a la vez que procura la sustitución del reparto por un sistema de capitalización, también realiza una ambiciosa reforma del sistema pensional del sector público, en un medio descentralizado fiscal y administrativamente. Ello ha llevado a que una parte de las tareas de la autoridad regulatoria sea la de supervisar el proceso de liquidación de las funciones pensionales de las entidades previsionales regionales para el sector público (cerca de 900), y la emisión y garantía de títulos de deuda (bonos pensionales) que acompañan el tránsito de afiliados hacia el sistema público centralizado o hacia los propios fondos pensionales. El éxito de los fondos también depende de estas labores de supervisión durante la transición.

Otra dimensión del comportamiento de los sistemas pensionales que puede afectar significativamente el mercado, y por lo tanto la regulación y su eficacia es el régimen adoptado respecto de los trabajadores independientes. Sólo Argentina ha optado hasta ahora por hacer obligatoria la afiliación para esta clase de trabajadores. Es un grupo a su vez muy heterogéneo, ya que comprende tanto trabajadores del sector formal (profesionales) como informal, y dentro de éste quienes apenas sobreviven en ello como alternativa al desempleo y quienes encuentran así una alternativa de empleo más atractiva que el

---

<sup>11</sup> En Argentina también hay competencia entre los fondos de capitalización individual y el sistema de reparto en el pilar que se alimenta con las cotizaciones del 11% a cargo de los trabajadores. El sistema de reparto es a la vez complementario, en cuanto provee las pensiones mínimas a todos los afiliados al sistema de capitalización y las pensiones complementarias a los de la generación de transición.

<sup>12</sup> También habría posibilidad de «corridas» masivas entre subsistemas.

formal. La afiliación indiscriminada de independientes, bien sea por obligatoriedad formal pero con selectividad efectiva, o por la oferta de garantías estatales para afiliados voluntarios, puede generar serios problemas de selección adversa y de favorecimiento de los más pudientes a expensas de los más pobres. A las AFPs y la regulación de las mismas les afectan mayores incidencias de invalideces y sobrevivencias, y mayores primas de seguros, y se pueden inducir técnicas veladas de discriminación contra esta clase de afiliados.

La experiencia de otros subsistemas de seguridad social, como el de salud, en los cuales se ha implantado la obligatoriedad para independientes, enseña que ello puede elevar notablemente el nivel de fraude por los afiliados, el costo de administración y regulación y hasta la propia viabilidad financiera del sistema, así como casi siempre se llega a una distribución final del ingreso más regresiva que la que se había querido lograr con dicha imposición.

## **B. La "filosofía" y el alcance de la regulación**

Como se mencionó en la segunda parte de este artículo, la regulación "draconiana" ha prevalecido ampliamente en las reformas realizadas hasta el momento en América Latina, quizá porque en todos los casos se ha partido de mercados de capitales poco desarrollados. En esta sección se señalan las diversas variantes y las formas en las cuales se ha comenzado a flexibilizar la regulación, en el caso chileno por madurez del sistema, y en los demás por reconocimiento de condiciones iniciales y perspectivas diversas. Pero lo esencial permanece básicamente paternalista y "draconiano", y las instituciones regulatorias y los intereses de las propias AFPs lo mantienen así.

Las reformas colombiana (1993) y mexicana (1997) han permitido eventual manejo de más de un fondo

por administradora. En el caso colombiano ello se permite a partir de cuando el afiliado acumule más de lo necesario para una pensión mínima, y en tal caso puede asignar los excesos a más de un fondo de ahorro, o aún para comprar productos pensionales de beneficio definido; y como no hay garantías de rentabilidad ni de pensión mínima, tampoco se imponen límites de inversión que dirijan la diversificación. La ley mexicana prevé la creación de dos fondos, uno orientado a acciones y otro a renta fija, manejados por cada administrador, aunque se inicia solo con el último. En las reformas mexicana y boliviana se ha eliminado el requisito de rentabilidad mínima de los fondos. Pero el espíritu draconiano sobrevive en toda la región a través de la especialización de las AFPs en el manejo de los fondos de pensiones y la prohibición a otros intermediarios para entrar en ese mercado, la exigencia de comisiones fijadas uniformemente, y la supervisión por un ente autónomo y separado que establece reglas especiales para las pensiones. En Colombia y Bolivia la Supervisión se realiza a través de la rama especializada de la Superintendencia para Bancos y el Sector Financiero<sup>13</sup>.

La filosofía de la regulación de fondos de pensiones también adopta posiciones respecto a la competencia entre administradoras públicas y privadas en los países en los cuales la legislación ha favorecido la presencia del sector público en el negocio de AFPs. En México el IMSS tiene una administradora, y en Argentina se estableció la del Banco de la Nación Argentina inicialmente con ventajas de garantías estatales, luego dejadas de lado. La legislación colombiana también contempla la posibilidad

---

<sup>13</sup> La propuesta gubernamental inicial al congreso colombiano permitía que las fiduciarias y capitalizadoras también pudieran administrar fondos de pensiones. Pero ello no fue aceptado, en parte por el cabildeo de las AFPs, y por la opinión entonces prevaleciente que ello era inconveniente.

de administradora pública que no se ha materializado, así como impone requisitos de democratización del capital de todas las AFPs para participación de los sectores "solidarios" (sindicatos, cooperativas y similares), lo cual tampoco ha tenido lugar.

A pesar que casi siempre se estipula que las AFPs públicas se rigen por la misma regulación que las privadas, es indudable que gozan de garantías implícitas estatales diferentes, y se les confían labores que implicarían ventajas competitivas para el enganche de trabajadores de ciertos sectores, como el público. Aunque la posibilidad de AFPs públicas ha sido casi siempre una concesión política para hacer aprobar las reformas, y para evitar la imagen de la completa privatización de la seguridad social, y hasta ahora han tenido poco desarrollo, existe un enorme potencial para desequilibrar el campo de la competencia con las administradoras y aseguradoras privadas.

En Colombia, donde en principio continuarían compitiendo indefinidamente el régimen de reparto y el de capitalización individual, se ha previsto que la Superintendencia Bancaria, a través de su rama especializada de Pensiones, sea el ente supervisor de ambos subsistemas. Dicha entidad acaba así arbitrando la competencia entre ellos, lo que no debería ser tarea de un supervisor financiero; y a éste se le somete continuamente a determinaciones gubernamentales que también inciden en dicha competencia, asumiendo responsabilidades últimas por factores fuera de su control. En principio parecería razonable que un mismo supervisor vigile y controle todo el sistema bajo reglas uniformes, pero el desequilibrio entre administradores públicos y privados que operan en regímenes diferentes hace que ello sea prácticamente imposible, y hace que más bien se desvirtúe la labor general de dicho ente.

El último aspecto fundamental de la filosofía regulatoria es el de las competencias institucionales en esta materia. En principio, la reglamentación debe separarse de la vigilancia y control a cargo del ente supervisor, para que éste no se vea sujeto a presiones y a eventual "captura" regulatoria. Por todas las razones que se han aducido para evitar que el gobierno o las matrices de las AFPs se beneficien privilegiadamente de los recursos de largo plazo que éstas administran, también se debería procurar autonomía en la reglamentación y hasta de la supervisión respecto al gobierno. No obstante lo anterior, en casi todos los casos se ha preferido dar fuertes potestades reglamentarias al supervisor siempre que éste tenga bastante autonomía respecto del resto del gobierno, particularmente de Finanzas, como en Chile donde reporta directamente a la Presidencia; o éstas facultades normativas quedan en cabeza de Hacienda (y en algunas materias de Trabajo o Salud) y no de la Superintendencia de Pensiones. Solo en Colombia y en Bolivia se ha encargado de la supervisión a la Bancaria (que atiende todo el sector financiero y asegurador)<sup>14</sup>, y en los demás países se han creado o habilitado (como en México con la Consar) superintendencias especializadas para los fondos de pensiones.

### C. Esquemas de afiliación y contribuciones

Los fondos de pensiones por capitalización individual tuvieron origen en esquemas voluntarios, y solo tras las reformas latinoamericanas se han adaptado para ser obligatorios, para evitar que las

---

<sup>14</sup> En Colombia se está dando un fuerte proceso de universalización bancaria a través de filiales especializadas. También hubo que montar rápido la supervisión sin haber tiempo para crear un nuevo ente, para legitimar la reforma creándole clientela interesada antes que un cambio de administración pudiera revertirla. La Superintendencia colombiana también vigila y controla las administradoras del sistema público de reparto. Se ha creado una división especializada para pensiones.



personas impróvidas se vuelvan carga para la sociedad y para superar la miopía que impide ahorrar para la vejez y demás contingencias<sup>15</sup>.

Al forzar la obligación, también se establece quien es el responsable y contribuyente, el empleador o el trabajador. Los esquemas empleados en estas reformas han impuesto la afiliación personal del trabajador, en contraste con los mandatos instituidos vía empresas o grupos de ellas, o aún asociaciones gremiales de trabajadores.

Los esquemas basados en empresas han tenido larga tradición en muchos países avanzados, pero hasta ahora no en Latinoamérica; donde no podrían excluirse en el futuro, por ejemplo en las grandes empresas estatales brasileñas, y en colectivos gremiales para asociar y afiliar trabajadores independientes. Estos esquemas son menos transparentes y menos portables que los basados en las afiliaciones individuales, pero pueden reducir los costos de mercadeo y los costos administrativos de las empresas. Cuando las inversiones se realizan dentro de las empresas, también suelen ser menores los rendimientos, no hay transparencia y se dificulta enormemente la regulación.

Otra cosa es la reciente tendencia a establecer sistemas centralizados de información sobre afiliación y recaudos, aunque estos sean descentralizados vía sistema bancario o las propias AFPs, como se ha realizado en Argentina (vía tributaria) y México (con anterioridad a la reforma, en el Sistema de Ahorro para el Retiro, SAR, y después de ella vía IMSS). Ello puede reducir notablemente los costos administrativos para las empresas y facilitar el con-

trol del sistema por parte de la Superintendencia de Fondos, aspectos que se han considerado débiles y hasta desventajosos del sistema de capitalización individual implantado en los demás países, donde también se están contemplando sistemas de este tipo.

En todos los casos, excepto Chile, se ha mantenido la figura de aportes de empleadores y trabajadores, lo que tiene poco sentido económico, pero influye negativamente en la estructura de comisiones, y dificulta o distorsiona la regulación. El cargo de la totalidad de la contribución a los trabajadores requiere un aumento de sueldos por una vez, que se dificulta cuando coincide con aumentos en las cotizaciones y en determinadas coyunturas económicas, pero que probablemente no se ha efectuado en la mayoría de casos quizá también por parecer contrario a la tradición "tripartita" para la seguridad social.

#### **D. Los límites a las inversiones, las reglas de rentabilidad mínima y las reglas de valoración de activos**

La regulación típica involucra por un lado límites por instrumento, por grupos de instrumentos, por emisor, y reglas de valoración de activos, y por otra parte requerimientos de rentabilidad mínima de las inversiones, que se define en función de la rentabilidad promedia de los fondos<sup>16</sup>. Solo México y

---

<sup>15</sup> De ello se ha excluido usualmente a los trabajadores independientes, porque su propia actividad aporta (o no) su seguridad y no es posible prácticamente forzarlos a contribuir.

---

<sup>16</sup> Por ejemplo, en Chile se prescriben límites por tipos de instrumentos, requisitos de calificación para muchos títulos de renta fija, límites para invertir en títulos de un emisor, límites por emisión de un determinado papel, límites sobre la participación del capital del emisor en el sector. La inversión en acciones debe ponderarse por índices de liquidez y factores de concentración. Aunque los límites se han expandido, esta estructura ha tenido siempre un exceso de reglas por sobre las necesarias para alcanzar diversificación. Tampoco se puede invertir en nuevos instrumentos, hasta que hayan sido reconocidos y aprobados por la Superintendencia.



Bolivia han evitado este último tipo de regulación. En algunos casos, notablemente el chileno, ha sido difícil el cambio de la reglamentación de límites de inversión, y estos han llegado a ser restrictivos, particularmente en al área de las acciones, porque además se requiere que los papeles tengan clasificación aceptable.

Aunque sea deseable buscar la diversificación de las inversiones para reducir riesgos, no es seguro y ni siquiera esperable que ello se logre vía imposición de límites máximos de inversión por instrumentos. Los reguladores no tienen porqué conocer la frontera de posibilidades riesgo-retorno mejor que los administradores de los fondos, y por ello la imposición de estos límites resulta probablemente en la restricción de la misma, a expensas del bienestar de los inversionistas. Tampoco es posible tomar así en cuenta la diversidad de preferencias individuales debidas a edad, riqueza, ocupación y estatus ocupacional.

La limitación de este tipo que sí parecería ser razonable es la que se establece por ley para la inversión en títulos públicos, pero para evitar que el gobierno se financie con los recursos de las pensiones. Desde esta perspectiva resulta aún más inconveniente la exigencia de límite mínimo de inversiones en esta clase de papeles, como ha ocurrido en México, al menos durante el corto a mediano plazo. Toda otra exigencia de mínimos de inversión equivale a represión financiera y asignación forzada de crédito, y alterará los precios relativos de los papeles.

En realidad no ha sido frecuente que los límites mínimos de inversión por instrumentos resulten restrictivos, excepto por el famoso caso chileno para las acciones<sup>17</sup>. Por el contrario, lo que ha preva-

lecido ha sido una diversificación muy estandarizada, o sea con poca escogencia para los afiliados, por efecto de la exigencia de alcanzar una rentabilidad que esté dentro de una banda alrededor de un promedio del mercado pensional. Se fija usualmente un período de referencia de un año o más, para evitar comportamiento cortoplacista, y las fallas corren por cuenta del patrimonio del administrador y no del fondo administrado, para lo cual aquel ha de mantener una reserva. Por lo tanto, aunque la AFP persiga una estrategia de inversión de largo plazo, tiene que preocuparse también por el riesgo de no cumplir la meta de rentabilidad mínima que es de mucho menor plazo. Este riesgo se reduce invirtiendo en el portafolio promedio de la industria, y por lo tanto se induce un comportamiento de "rebaño", en el cual las AFPs acaban haciendo casi las mismas inversiones<sup>18</sup>. Por otra parte, se aumenta el riesgo sistémico en la medida que los portafolios se parecen y se concentran en pocos papeles<sup>19</sup>.

La restricción de rentabilidad mínima es fundamentalmente política, y puede ser muy difícil hacer aprobar una ley de pensiones que no la imponga. En algunos casos, como inicialmente (no ahora) en Colombia, se han impuesto más bien exigencias exógenas que implican que los fondos no pueden rendir menos que el mercado financiero. Cuando la banda es suficientemente ancha, ello puede ser apropiado, pero si el límite externo es apretado también acaba ajustándose al portafolio implícito el comportamiento de inversión de los fondos, y en

---

<sup>18</sup> Los coeficientes de variación de las participaciones de los diversos títulos en el portafolio de los fondos chilenos están bajo 0,2, con excepción de los instrumentos bancarios donde llega a 0,55.

<sup>19</sup> Otro factor notable de riesgo sistémico ha sido la clasificación de inversiones aceptables por una sola entidad, usualmente la propia Superintendencia, al inicio del Sistema.

---

<sup>17</sup> No se permitió inversión en acciones hasta 1985, hubo un tope del 30% hasta 1995, y ahora es de 37%.

tal caso puede ser más distorsionante que en el caso del promedio de los fondos.

Las AFPs también suelen quejarse porque mientras los excesos de rentabilidad favorecen a los afiliados, los defectos se cargan al patrimonio de las administradoras, y han buscado que se establezcan reservas temporales, dentro de los fondos, para que los superávits compensen los defectos.

También ha resultado difícil implantar la valoración de los portafolios a precios de mercado, por lo demás indispensable para que un sistema de este tipo tenga sentido económico. Los problemas principales residen en la distinción entre los horizontes de inversión y los plazos de los papeles, que inducen variabilidad a los rendimientos de los portafolios, debido a los cambios de valoración, lo cual agudiza el impacto de las exigencias de rentabilidad mínima y conduce además a que las inversiones se concentren en la renta fija de corto plazo.

Dado el aparente éxito de casi todos los nuevos sistemas de pensiones en términos de rentabilidades brutas reales y de cierta diversificación de los portafolios, y que la regulación ha evolucionado con los mercados de capitales, podría pensarse que las consideraciones anteriores serían pesimistas o alarmistas frente a la necesidad de evitar riesgos mayores. Como se verá luego, el rendimiento neto de comisiones para los afiliados no han sido tan bueno, y aún más, puede haber sido inferior al de permitir escogencia voluntaria de opciones de mercado, y por ello es posible que se requieran aún mejores resultados, que a su vez implicarían mayores riesgos, o sea una mejor frontera de posibilidades. En tal caso, los límites actuales a las inversiones y las exigencias de rentabilidad mínima que provocan comportamiento de rebaño de la inversión, definitivamente serían contraproducentes para los afiliados.

## E. Autorizaciones de empresas y operaciones

La regulación típica en los países analizados acá autoriza solo a empresas especializadas la administración de fondos de pensiones, y se requiere un capital mínimo, prueba de la capacidad técnica, y algunos seguros o garantías comerciales<sup>20</sup>. También se excluyen los demás administradores del negocio cercano de manejo de fondos de inversión. Los bancos y aseguradoras pueden intervenir a través de filiales, como lo puede hacer cualquier otro grupo.

Se ha mencionado ya que una de las más distintivas regulaciones ha sido la de "un fondo por trabajador" y "un fondo por AFP", de las cuales la segunda ha comenzado a ser flexibilizada (Colombia y México). A ello acompañan las restricciones contra la discriminación de los usuarios, que usualmente implican una sola política de precios y de trato para todos los afiliados. Estas restricciones ciertamente simplifican la regulación y facilitan alcanzar transparencia.

La combinación de la restricción a un solo fondo junto con las limitaciones a las inversiones y la exigencia de rentabilidad mínima resulta en excesiva restricción de las posibilidades y escogencias de los afiliados. También se limita así la competencia entre AFPs, que se convierte entonces en puramente promocional, siendo que sin semejantes restricciones se podría estimular ante todo la competencia por productos y perfiles riesgo-retorno. La posibilidad de tener más de un fondo por administradora y por afiliado está entre las más inmediatas salidas

---

<sup>20</sup> Las AFPs colombianas también pueden administrar fondos de cesantías (pagos de retiro) pero como patrimonios independientes de los fondos de pensiones, y con requisitos adicionales de capital y de reservas para garantizar rentabilidad.

para superar estas limitaciones, y no debería complicar demasiado la regulación, particularmente si se acompaña de eliminación de las restricciones de rentabilidad mínima para las demás opciones, manteniendo un fondo obligatorio para acumular lo que está sujeto a estas últimas restricciones, e impidiendo que se carguen al fisco las garantías de pensión mínima que podrían resultar del aumento del perfil de riesgo de las inversiones. Las reglas contra discriminación que imponen una sola política de precios también deberían flexibilizarse para acomodar los nuevos servicios a las necesidades particulares de los clientes.

Por supuesto, la apertura de opciones y levantamiento de restricciones de inversión y rentabilidad aumentará la demanda por regulación prudencial y la vigilancia de prácticas comerciales, lo cual podría no estar al alcance inmediato de algunas entidades supervisoras.

Las reglas que imponen una política uniforme de precios son también las que impiden descuentos por fidelidad a los fondos, que podrían reducir la alta rotación entre ellos, factor que ha elevado significativamente los costos y desviado la competencia hacia los servicios complementarios.

Por su parte, haber impedido el acceso de otros administradores de fondos mutuos y demás intermediarios especializados al negocio de la administración de pensiones también puede haber limitado la base comercial y la oferta en forma innecesaria, al menos en algunos países donde ha habido experiencia afín y relevante. Las barreras de entrada erigidas mediante la limitación del acceso de otros intermediarios han sido las más decisivas en la creación de un monopolio colectivo para el manejo de los ahorros pensionales, y se refuerzan mutuamente con las demás regulaciones draconianas.

En algunos países, como en Chile, hasta se ha exigido que la red comercial de las AFPs sea propia y separada de la del resto del sistema financiero, pero donde se ha permitido que dichas entidades puedan contratar los servicios y facilidades correspondientes se han obtenido interesantes economías de escala.

Bien puede pensarse en un escenario en el cual no sólo se permitan múltiples fondos por afiliado y administradoras, sino también acceso de otros tipos de intermediarios especializados al manejo de los fondos de pensiones por capitalización individual. Ello implicaría también bastante flexibilización de la política de precios<sup>21</sup>. Por supuesto, se elevarían los requerimientos de regulación prudencial, y hasta es posible que la reglamentación y la supervisión hayan de integrarse mucho más con la del resto del sistema financiero, asegurador y bursátil, hasta demandar posiblemente una sola entidad supervisora y/o mayor coordinación regulatoria.

## **F Comisiones y tarifas**

El modelo estándar de cobro de la gestión administrativa y remuneración de las AFPs ha sido el de

---

<sup>21</sup> Una propuesta de este tipo ha sido avanzada por H. Shah. Su "Sistema de Cuentas Personales de Retiro", se caracterizaría por: i) flexibilizar significativamente el régimen de inversión para los ahorros obligatorios, ii) permitir que los afiliados inviertan en varios fondos, iii) permitir que los bancos y aseguradoras altamente calificados y los fondos mutuos bien diversificados puedan ofrecer sus productos para ahorro pensional, y que mientras se desarrollan estos mercados puedan participar otros intermediarios en manejo de los fondos de pensiones, siempre que hubiera aprobación de los reguladores y se ejerza control para evitar discriminación en contra de los ahorradores forzados, iv) permitir solo comisiones variables basadas en los fondos administrados y no en los salarios, sin fijar los niveles, v) reducir o eliminar las garantías de rentabilidad mínima para el sistema obligatorio, delegando al primer pilar toda la responsabilidad de garantías de bienestar mínimo. Ver, H. Shah, "Toward better regulation of private pension funds", trabajo presentado en la Conferencia "Pension Systems: from Crisis to Reform", Washington D.C. Noviembre 21 de 1996, EDI/Banco Mundial.

una combinación de comisiones basadas en los salarios asegurados, más algunos cobros puntuales por servicios específicos.

Lo que más sorprende de este esquema, si se compara con lo que hacen los administradores de fondos con aportes voluntarios, es que éstos cobran ante todo según recursos administrados, sin perjuicio de otros cargos puntuales por servicios. Aquel sistema de comisiones y tarifas se deriva quizá de que sean "cotizaciones" obligatorias para seguridad social, que añaden costos a la nómina salarial de las empresas, y sobre las cuales se requiere alguna certidumbre. Este requisito se aumenta aún más cuando la cotización adquiere la común forma compartida porcentualmente entre empresarios y trabajadores, lo cual ha sido eliminado solo en Chile.

En dicho país, y en Argentina, se ha fijado una cotización para la cuenta de ahorro y se ha establecido la obligatoriedad de contribuir para los seguros de invalidez y muerte, y por supuesto se autoriza a la administradora a cobrar comisiones de ciertos tipos, pero sin fijar niveles ni la combinación de cargos aceptables. Ello ha dado lugar a competencia por comisiones y tarifas, así como con base en los seguros colectivos, pero ésta es restringida por el costo de las primas correspondientes. Otros países, como Colombia, se complican con el cobro de una cotización total fija proporcional al salario y gravado y repartida entre aportantes, de la cual se asigna una proporción fija a la cuenta de ahorro, y el resto remunera a la AFP y le permite pagar seguros de invalidez y muerte.

La queja en el primer caso es que las comisiones son altas a pesar de la competencia, porque ésta se conduce en términos de servicios y tácticas de ventas que no añaden a las pensiones. A ello se suman costosos procedimientos administrativos de las empresas, que deben atender afiliados en muy di-

versas AFPs con cobros diferenciados entre ellas. Cuando la comisión total cobrada en base al salario gravable es fija, se reducen estos últimos costos, pero el trabajador no se beneficia de la competencia, que también se conduce en los mismos términos promocionales sin añadir valor a las pensiones<sup>22</sup>.

La principal crítica que puede hacerse a este esquema de comisiones es la de que durante quizá un largo período inicial, las comisiones basadas en los salarios absorben una proporción desmesurada de los retornos de los fondos a los afiliados, si se le compara con lo que hubiera cobrado un administrador con base en los recursos administrados, porque éstos son inicialmente pequeños<sup>23</sup>. Se ha estimado, por ejemplo, que en los primeros cuatro años la rentabilidad neta al afiliado chileno (sin incluir seguros) fue negativa, y sólo todo el período 82-95 ha llegado apenas al 7,5% real mientras la rentabilidad bruta de los fondos fue de casi 16% real durante el primero de esos períodos y de 12,7% sobre todo el plazo considerado. Las rentabilidades netas obtenidas no son superiores a las del mercado, y en tal caso sería poco justificable forzar tanto ahorro por el sistema pensional obligatorio, y no habría incentivo para encausar a través del mismo el ahorro voluntario. Cuando el sistema de capitalización tenga que competir con el sistema público de reparto y beneficio definido, y además subsidiado, como ocurre en Colombia, ésta puede ser una desventaja decisiva.

---

<sup>22</sup> En Colombia se impusieron "seguros de participación" que deberían devolver los excedentes a las cuentas de ahorro de los afiliados y también se obliga a que los superávits totales de la comisión del 3,5% de los salarios se devuelvan en la misma forma. Por supuesto, todo esto se ha quedado en la letra de la Ley.

<sup>23</sup> La tarifa de este último tipo de administrador sería probablemente decreciente según dicho volumen de recursos, y por lo tanto a la larga tampoco diferiría mucho de la cobrada con base en el flujo de ingresos.

Por otra parte, no son los dueños de las AFPs quienes se benefician de esta situación, porque lo que se ha inducido han sido excesivos costos promocionales, sin beneficio para el afiliado. Las administradoras tienen así también un largo período inicial de pérdida, para capturar una fracción significativa de mercado que bien podrían perder más tarde si continuara este tipo de competencia. Todo esto refuerza a la larga las barreras de entrada y el comportamiento oligopólico de las AFPs.

Resulta algo difícil pensar en soluciones a este problema generado por las comisiones sobre salarios mientras se piense en fondos únicos alimentados por cotizaciones, ya que se obviaría sólo cobrando como los administradores de fondos voluntarios, sobre recursos administrados, lo que a su vez enfrentaría el principio de no discriminación de precios. Los perjuicios se aliviarían parcialmente en la medida que los fondos obtengan aún mejores rentabilidades brutas o perfiles retorno-riesgo mejor adaptados a los clientes, o sea liberando restricciones a las inversiones, permitiendo fondos y pensiones opcionales que estimulen la competencia por productos, en vez de basarse solo en el mercado directo. Las comisiones fijas (incluyendo seguros) basadas en los salarios ciertamente son aún más gravosas, y por lo tanto hay mejora si se convierten en variables<sup>24</sup>

Por su parte, conviene que los gastos incurridos por las administradoras por cuenta de decisiones libres de cada afiliado, puedan ser cobrados aparte y en

cada ocasión, y no como parte de las comisiones generales basadas en los salarios. Cuando éstas han sido fijadas, usualmente como parte del paquete que incluye las primas de seguros colectivos contra invalidez y muerte, hay muy poca transparencia, subsidios cruzados, técnicas discriminatorias y limitaciones arbitrarias de servicios por parte de las AFPs.

## G. Regulación prudencial

Esta versión del artículo se ha concentrado en el análisis de los aspectos intervencionistas del modelo regulatorio aplicado en los países reformados de América Latina. Algunos de esos elementos han sustituido la regulación prudencial, como cuando los límites de inversión por instrumentos se establecen porque dichos títulos o los emisores respectivos concentran los problemas de información, posibles conflictos de interés, y demás asuntos propios de dicha regulación. También se ha sugerido que la flexibilización de la regulación draconiana intervencionista aumentará los requerimientos de la regulación prudencial, que es a su vez la que quizá requiere mayor capacitación, información y calidad de la vigilancia y control. Y se ha anotado que la reglamentación prudencial debe ser uniforme en cuanto los agentes realicen las mismas funciones, o sea que los fondos de pensiones no deberían tener criterios muy diferentes de los aplicados a los fondos mutuos, para evitar arbitrajes regulatorios ni restar incentivos a los ahorros voluntarios.

La regulación prudencial procura ante todo que las decisiones responsables del inversionista no estén sujetas a asimetrías de información y encuentren agentes que cumplen efectivamente lo prometido, y monitorea y sanciona los engaños y el incumplimiento. También se encarga de prevenir los riesgos de colapsos financieros.

---

<sup>24</sup> H. Shah, op. cit., página 10., propone que los afiliados comiencen invirtiendo directamente en los instrumentos de inversión estándar ofrecidos por bancos y similares, y solo más tarde se incorporen a los fondos mutuos cuando hayan crecido suficientemente los saldos, lo que requeriría también la apertura del negocio de ahorro pensional a otros intermediarios calificados.



Desde esta perspectiva se aprecia que sí debe haber límites a las inversiones de los fondos pero para prevenir fallas sistémicas y abusos individuales, no para afectar el perfil riesgo-retorno de las mismas. Los límites prudenciales se refieren a los emisores y toman en cuenta su clasificación riesgo y grado de endeudamiento, liquidez y transparencia en los mercados secundarios, y concentración de propiedad.

Para estos efectos, los cupos por emisor incluyen no solo los títulos que éste emita sino también los de los vinculados económicos o administrativos. La reglamentación prudencial también busca asegurar que la estructura de plazos del portafolio esté acorde con las obligaciones; y del mismo modo que las reservas o encajes para responder por defectos como los de rentabilidad mínima también tengan liquidez. De igual manera, se vigila que los fondos se protejan contra riesgos como los cambiarios, de interés, inflación, solvencia y liquidez. Y por último se establece también un capital mínimo que corresponde a una exigencia de infraestructura y capacidad técnica sin erigir barreras de entrada<sup>25</sup>.

Bien puede apreciarse que los instrumentos de la regulación prudencial pueden ser usados más allá de sus objetivos precisos. Por ello es que se requieren no solo instrumentos y capacidad, sino también orientación: y es acá donde se hacen relevantes criterios de largo plazo, como sería -por ejemplo- el de evolucionar hacia un esquema basado en la regla del hombre "prudente".

Conexos con la regulación prudencial hay también otros temas de competencia de las autoridades, en los cuales se encuentra a veces poco desarrollo

efectivo: los regímenes de fusiones y cesiones (voluntarias); y el régimen cautelar y sancionatorio. Aunque el mecanismo de los fondos de pensiones facilita enormemente las fusiones y cesiones, la reglamentación y la supervisión han de cuidar que no se produzcan pérdidas, que no se liquiden los fondos aunque se cierren las administradoras, y que las escisiones de éstas no den lugar a las de los fondos administrados. La Superintendencia de fondos debe poder ordenar cesiones de fondos y escoger y obligar al fondo receptor, debe poder intervenir y liquidar las AFPs, y controlar las transferencias. En estas materias las reglamentaciones son muy similares entre países, pero hay posiblemente grandes diferencias en cuanto a la capacidad de vigilancia, control e intervención.

## IV. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA

### A. Lecciones generales

El modelo regulatorio empleado en las reformas pensionales latinoamericanas examinadas es fundamentalmente paternalista e intervencionista, llamado en este trabajo "draconiano". Sigue fundamentalmente el esquema y la organización implantados en Chile. Aunque las reformas han diferido notablemente en la manera como se articulan los pilares, y por ello en cuanto al ambiente en el cual se instalan los fondos de capitalización individual y las AFPs, éstos son muy similares entre países porque se ha legislado en forma muy parecida, y por ello ha sido tan uniforme el esquema regulatorio.

Esta regulación ha sido más paternalista que prudencial, y especialmente restrictiva, porque se originó con mercados de capitales y capacidades regulatorias subdesarrolladas, así como para legitimar la implantación del nuevo sistema de ahorro individual. Se ha ido flexibilizando a medida que se han desarrollado los mercados y la capacidad regu-

---

<sup>25</sup> No cabe reglamentación de márgenes de solvencia como la que se ha impuesto en Colombia.



latoria, tanto en Chile, como en otros países que han ido incorporando medidas parciales liberalizantes.

Lo que no debería constituir es un horizonte fijo al cual se deba convergir uniformemente, puesto que es bastante costoso en términos de bienestar y eficiencia. Aún más, ha tendido a perpetuarse en lo esencial, porque genera endógenamente instituciones e intereses que lo mantienen y obstaculizan el cambio. En este trabajo se ha examinado el modelo regulatorio "draconiano" comparándolo con el que prevalecería si los ahorros fueran voluntarios, la regulación meramente prudencial y se impusiera la regla del "hombre prudente". Así se han identificado lecciones y recomendaciones que se irían implementando en la medida del desarrollo del mercado de capitales y de la capacidad regulatoria.

- La regulación no ha de diseñarse independientemente del sistema pensional, como si hubiese de adecuarse solo al tipo deseado de agentes controlados. La articulación de los pilares, especialmente durante la transición hacia un sistema predominante de capitalización individual pero con supervivencia del reparto y/o de las garantías pensionales, incide notablemente en el comportamiento de los agentes y por lo tanto ha de afectar también el diseño y la evolución de la regulación. Sean transitorios o permanentes, la competencia y la complementariedad de los sistemas públicos y las garantías estatales, pueden generar problemas de selección adversa, riesgo moral y desequilibrio de la competencia entre AFPs que deben ser enfrentados por el diseño y la práctica regulatoria.
- La regulación y el comportamiento de los agentes protegidos o intervenidos son particularmente sensibles a las determinaciones sobre: obligatoriedad para los trabajadores independientes,

metas altas de ahorro y de garantías estatales, la presencia y protección de las AFPs públicas, la portabilidad y descentralización (emisión por diversas entidades, como en Colombia) de los de los bonos pensionales o de jubilación.

- El supervisor solo debe reglamentar lo mínimo necesario para sus operaciones, y debe ser autónomo. La reglamentación también debería evitar injerencia gubernamental que pueda implicar tributación indirecta y protección de grupos o sectores, y a la vez que debe proveer coordinación también debe ofrecer cheques y balances independientes. Por ello, quizá debería ser pública, técnica e independiente, como bajo el sistema de "comisiones regulatorias".
- La regulación enfrenta dos tipos básicos de riesgos para los afiliados: la volatilidad de los retornos y los problemas de agencia. Las intervenciones restrictivas de la inversiones y del perfil riesgo-retorno restringen fundamentalmente las posibilidades alcanzables por los trabajadores y sacrifican la adecuación a las demandas individuales. Son casi siempre contraproducentes. Las medidas para proteger al inversionista de los problemas de agencia han de adecuarse a cada posibilidad de abuso o fraude, y por lo tanto lo que demandan es mejor regulación prudencial y no paternalismo. Esta regulación prudencial no tiene porqué ser tan específica a los fondos de pensiones, y ello más bien podría generar arbitraje regulatorio y desestímulo al ahorro voluntario.
- La regulación draconiana puede generar protección para las AFPs, captura regulatoria, y puede llegar a pervertir e impedir la regulación prudencial. Por lo tanto, no puede tener más que justificación temporal, y tiene graves riesgos de desfase frente a la evolución del sistema pen-

sional y al mercado de capitales. Ha de ser prioritario el desarrollo de la capacidad regulatoria para que se pueda evolucionar rápidamente hacia esquemas flexibles, y para prevenir que se routine o corrompa.

- Las principales restricciones del modelo draconiano que merecen ser enfrentadas, eliminadas o modificadas en su momento oportuno son: impedir el acceso de otros intermediarios al manejo de los fondos de pensiones, obligar sólo un fondo por persona y por administradora, límites complejos y restrictivos por tipo de instrumento (excepto para los títulos públicos), exigencias de rentabilidad mínima, comisiones y tarifas uniformes y basadas en los salarios asegurados.
- No es fácil encontrar enmienda completa y coherente para todas estas restricciones una vez que el sistema ya se ha desarrollado por un buen tiempo bajo regulación draconiana y para un sistema altamente coercitivo, a pesar que el mercado sí se haya desarrollado. Habrá que adoptar entonces estrategias centradas en abrir el negocio a otros intermediarios y ofrecer opciones de ahorro y pensiones una vez que no se requieran o demanden las garantías públicas, así como flexibilizar en lo posible el sistema de comisiones basadas en cotizaciones. Pero la reforma pensional que no haya recorrido ese camino, hará bien en advertir que las restricciones draconianas han de ser temporales y reversibles, y muchas veces podrán ser hasta innecesarias desde el comienzo, así como que pueden generar endógenamente sus extralimitaciones.

## **B. Lecciones y consideraciones especiales**

Las lecciones anteriores han de adecuarse al ámbito y a cada problema regulatorio enfrentado, y han de

completarse con consideraciones adicionales. Las lecciones y anotaciones especiales presentadas a continuación son tentativas, por falta de conocimiento suficientemente detallado sobre los casos analizados, y se presentan a título ilustrativo de que el diseño y la práctica regulatorios deben evolucionar y adecuarse a los sistemas pensionales particulares y las condiciones locales. Tampoco se pretende exhaustividad, sino hacer sugerencias para mayor indagación sobre el asunto.

- La muestra analizada ha sido principalmente de países "medianos" o "grandes". Los países "pequeños" pueden requerir consideraciones adicionales más allá de que puedan tener limitaciones de desarrollo del mercado de capitales y la capacidad regulatoria. En estos países, el mercado local no podrá llegar a ser suficiente para garantizar buenas pensiones, y puede haber diseconomías de escala para el negocio y hasta para la regulación. En tales condiciones cabría pensar en esquemas especiales de integración, por país o grupo de países, a los mercados regionales o mundiales de capitales. La formación de la capacidad regulatoria también puede ser objeto de estrategias colectivas. Y por supuesto, aparecerán nuevos dilemas regulatorios y nuevos problemas de entorno de la regulación. La inversión de los ahorros pensionales en el exterior es indispensable para diversificar riesgos, y requiere cobertura adecuada.

Por su parte, los problemas de tamaño de mercado y capacidad de regulación, requieren innovaciones respecto al modelo estándar. No es necesario que todos los servicios se concentren en AFPs: éstas podrían restringirse a la administración de inversiones, donde hay pocas economías de escala, mientras los servicios de atención de clientes y manejo de cuentas, que sí pueden requerir redes comerciales mayores y

procesos con economías de escala, podrían ser efectuados por otras administradoras de cuentas individuales. La escogencia de éstas podría ser efectuada por las empresas, mientras la de las administradoras de fondos la harían los afiliados individuales, con lo cual se reducirían costos de manejo sin menoscabar la elección individual donde es más decisiva.

La experiencia Boliviana de restricción del número inicial de AFPs y de la escogencia entre ellas mediante una licitación internacional con base en comisiones administrativas representa una innovación valiosa que procura atender tanto al problema de tendencia a elevadas comisiones, como a limitaciones de mercado y de capacidad regulatoria. Una vez se abra la competencia a más AFPs, Bolivia enfrenta el reto regulatorio de lograr un equilibrio competitivo que no sea de altos costos y precios como el que rige en los otros países<sup>26</sup>.

- Las reformas realizadas en algunos de los países examinados, particularmente México, Colombia y Perú, han sido incompletas desde la perspectiva de asegurar cobertura o sostenibilidad de los nuevos sistemas pensionales<sup>27</sup>. Son entonces particularmente delicados los problemas planteados por comportamientos resultantes de las alternativas públicas competitivas (Colombia y Perú) o por los sectores excluidos (México). Las razones por las cuales dichas reformas han quedado incompletas han sido fundamentalmente po-

líticas, y por ello se acompañan de privilegios especiales a los sistemas públicos competitivos o a los regímenes excluidos. En tales condiciones, la regulación de los fondos de pensiones y las AFPs se circunscribe a un ámbito afectado por lo que acontece fuera, o como en el caso colombiano, se comparte con la del sistema público que le compite, lo cual le añade determinantes exógenos y tareas imposibles para el supervisor financiero.

Otra dimensión de las reformas incompletas es la que ocurre cuando el sistema de capitalización simplemente se deja permanentemente paralelo al de reparto y se permite escoger entre ellos, como en Colombia y Perú. Esta es en el fondo una forma de evitar o aplazar los problemas políticos de clausura eventual del sistema público, y no constituye por sí un modelo pensional estable ni sostenible. Lo más probable es que la estructura real de incentivos conduzca a que el sistema de reparto sea el más ventajoso para ciertos grupos, principalmente los de más edad, y que por lo tanto los dos subsistemas no sean realmente competitivos, sino que se produzca una segmentación generacional, y que a la larga los afiliados se concentren en el sistema de capitalización individual. Ello retarda la transición, pero sobretodo añade problemas regulatorios: someter a la autoridad regulatoria a arbi-

<sup>26</sup> Entre las posibles medidas para alcanzar equilibrios de bajo costo y precio se encuentran: permitir planes alternativos, topes sobre comisiones que se deducen de las cotizaciones, permitir planes de comisiones con reembolsos, imponer topes temporales sobre comisiones añadidas a las cotizaciones. Por supuesto, estas medidas son relevantes para todos los tipos de países, y no solo en los pequeños. Ver S. Valdés, Administrative costs in privatized pension systems.

<sup>27</sup> Las reformas mexicana y peruana no se han extendido a los sectores públicos de estos países, y en el caso colombiano también quedan notables excepciones. En Argentina no se han integrado todos los regímenes públicos de las provincias. En los países donde las pensiones del antiguo sistema general decayeron a niveles insuficientes, suele haber sistemas previsionales complementarios, particularmente para el sector público, los cuales no siempre se han integrado de una vez al nuevo sistema general por ser las dificultades políticas para reducir privilegios, oposición sindical debida a pérdida de influencia, y también porque la descentralización fiscal limita al gobierno nacional para asumir toda la deuda pensional del sector público.

trar competencia entre subsistemas, o si es especializada a estar sujeta a decisiones gubernamentales sobre el sistema público y que inciden en el que se administra privadamente; selección adversa en sistema de reparto; y como lo ilustra el caso colombiano, donde se permiten traslados en ambas direcciones, también un grave problema de riesgo moral por permitir especulación contra el sistema público y el fisco e introducir inestabilidad para el conjunto.

- ❑ Los países que han experimentado la regulación draconiana enfrentan los intereses creados en torno a las AFPs y las Superintendencias, que pueden obstaculizar la adopción de reformas como la apertura del negocio a otros intermediarios, o la competencia por productos y retornos en lugar del cercamiento de mercados que han practicado las AFPs tradicionales.

Cuando las inflexibilidades radican en leyes, y sobretodo en leyes especiales que requieren mayorías especiales para ser modificadas, como la constitución, leyes marco o como el decreto ley 3500 de Chile, se asegura una estabilidad de las reglas del juego que es muy conveniente y necesaria para ciertos elementos, pero no para todos, en vista de la necesidad de acomodar la estructura del negocio y la regulación a la evolución del mercado y la capacidad regulatoria. El arte del diseño de las reformas pensionales tiene uno de sus aspectos más decisivos en el balance entre reglas constitucionales (o equivalentes) y reglas ordinarias, particularmente en lo que atañe a estructura del mercado y su regulación, ya que evolucionan pero a la vez son referentes básicos que no pueden ser acomodaticios ni sujetos a injerencias políticas.

- ❑ Los países aún *no reformados*, como Brasil, tienen oportunidad de aprender de las experiencias

de los demás, y en especial la de diseñar sus sistemas regulatorios como *evolutivos*, impidiendo que se generen resistencias endógenas al cambio como resultado del propio diseño inicial.

En estos países, y con particularidades propias de los tamaños, también puede ser necesario atender al cumplimiento de condiciones previas para el establecimiento de los nuevos sistemas pensionales y de la regulación correspondiente. Pueden requerirse reformas pensionales preparatorias, como la racionalización e integración de los sistemas de reparto. El establecimiento de la regulación necesaria para los sistemas de capitalización individual también tiene supuestos de reforma financiera y societaria, que deben anteceder a la regulación de los fondos de pensiones. También pueden ser antecedentes necesarios las reformas laborales. Las reformas de pensiones pueden ir acompañadas de las del resto de la seguridad social, y entonces tienen requisitos adicionales de coordinación y coherencia. En síntesis, las reformas tienen requisitos de sucesión y encadenamiento con otras reformas, desde las constitucionales hasta las de otros sectores, y requisitos respecto de las del resto de la seguridad social<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Las reformas de pensiones de vejez, invalidez y para sobrevivientes interactúan muy directamente con las de la protección contra riesgos profesionales, particularmente en lo que atañe a las pensiones derivadas de accidentes y enfermedades laborales. Esto requiere un régimen común de regulación para calificar la invalidez, para que no haya arbitrajes que favorezcan algunos de los administradores o subsistemas. Hay problemas cuando los sistemas para riesgos profesionales no se acompañan con las reformas para pensiones, como ha ocurrido en México; o cuando no se articulan bien entre sí, como en Colombia, donde se duplican innecesariamente las cotizaciones por no emplear el ahorro pensional para financiar pensiones por riesgos profesionales. Otro campo de estrecha relación es del las pensiones con otros mecanismos para protección contra desempleo, particularmente si también utilizan para ello ahorro forzoso, como es la tendencia ante las dificultades con los tradicionales seguros de desempleo.

- Según el Superintendente Chileno<sup>29</sup>, la agenda de mejoras regulatorias y del sistema comprende: i) superar la concentración de la inversión en instrumentos domésticos, ii) enfrentar las altas comisiones cobradas por la AFPs a sus afiliados y que se derivan de altos costos promocionales y la rotación entre AFPs, iii) la modernización y optimización de los procesos administrativos, iv) mejora del mercado de rentas vitalicias, v) flexibilización del requisito de rentabilidad mínima, vi) permitir la oferta y administración de más de un portafolio o fondo por AFP, que se orientaría a opciones menos riesgosas para los que están cerca a la jubilación, y vii) aumento de la cobertura para trabajadores independientes. Obsérvese que aparte del reto de mejora de las rentas vitalicias, que corresponde al inicio de la fase de producción masiva de pensiones, los demás retos que atañen a la regulación de los fondos, provienen de cierto retraso de adecuación de la legislación a la evolución del mercado y al reconocimiento de la no necesidad o inflexibilidad de regulaciones draconianas.

En este trabajo se ha centrado la atención en la regulación de los fondos de pensiones, o sea en la fase de ahorro. Así se ha omitido la consideración de otros importantes asuntos regulatorios correspondientes a la fase de producción masiva de pensiones, que es la etapa en la cual se encuentra ahora Chile, y que es más ilustrativa de los problemas de madurez de los sistemas de capitalización individual<sup>30</sup>. Las rentas vitalicias no han prosperado suficientemente, y siguen siendo costosas. El mercado chileno padece de: falta de transparencia en el acceso a información sobre pensionados po-

tenciales, desconocimiento de los futuros pensionados sobre lo que están comprando, comisiones altas para las rentas vitalicias, y conflictos de interés entre los intermediarios involucrados. Para enfrentar estas limitaciones se está proponiendo un sistema público de información y consulta.

Ante los costos de las rentas vitalicias y la debilidad del retiro programado para proteger contra longevidades excesivas, también se están proponiendo nuevas modalidades de pensiones, particularmente la de las mensualidades vitalicias variables. Consiste en un retiro programado, que sin embargo recurre además a un seguro mutual que protege contra el riesgo de longevidad, y por lo tanto no es tan costoso como las rentas vitalicias, ya que éstas aseguran además contra riesgos demográficos y financieros de largo plazo. Pero como el riesgo de longevidad no es homogéneo, son posibles redistribuciones intencionadas mediante manipulación de las tablas de mortalidad, bien sea por los reguladores o por los oferentes. Lo que una innovación de este tipo enseña es que: i) las leyes deben permitir innovaciones sin pretender prescribir a priori las modalidades precisas, sino más bien estableciendo criterios y permitiendo la evolución de la regulación, ii) no hay manera de cubrir más riesgos sin aumentar costos y reducir las pensiones, iii) la regulación tiene costos repartidos entre los agentes, que deben ser analizados a priori en cada caso<sup>31</sup>, iv) el retiro programado es un diseño inferior, la renta vitalicia es muy costosa, y la mensualidad vitalicia variable es susceptible a conflictos de interés.

<sup>29</sup> J. Bustamante, "15 years of regulating and supervising Chile's pension system", trabajo presentado en la Conferencia del EDI/ Banco Mundial, Pension systems: from crisis to reform, Washington D. C., 1996.

<sup>30</sup> La fase de producción masiva de pensiones puede ser mucho más temprana en los casos de reformas en las cuales se cierra pronto el sistema de reparto, como en México y Bolivia. Ello puede obligar a enfrentar problemas de subdesarrollo del sector asegurador, con medidas restrictivas de las modalidades pensionales.

<sup>31</sup> Ejemplo: las exigencias de las rentas vitalicias variables vrs. fijas dependen de las regulaciones sobre requisitos de reservas.