

# Proyecto de Ley que regula los cambios de fondos de pensiones (Boletín N° 13.959-13)



Joaquín Vial  
Vice-Presidente

Comisión de Trabajo de la H. Cámara, 18 de enero de 2021

# Introducción

- El BCCh, en concordancia con su objetivo de resguardar la estabilidad financiera, ha destacado la importancia y necesidad de regular la actividad de asesoría previsional no personalizada y los cambios masivos y frecuentes de fondos de pensiones.
- Recuadro V.1 Informe de Estabilidad Financiera del 1er semestre de 2020.
  - Comisiones de Hacienda de la H. Cámara de Diputados y del Senado, 10 de junio y 17 de noviembre de 2020, respectivamente, en la discusión del PdL sobre transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de mercado (Boletín N°10.162-05).
- Además, en el contexto de la discusión sobre ese PdL, otras autoridades han analizado la incidencia negativa que la falta de regulación en esta materia puede tener, en especial en la composición y retorno de los FP y en las pensiones de vejez del sistema previsional vigente.

# Introducción

- Conforme a lo indicado, sin perjuicio de las preocupaciones de estabilidad financiera, atendida la naturaleza de largo plazo y el propósito del sistema de pensiones, las asesorías previsionales como las recomendaciones de los cambios de fondos, respecto de las cotizaciones obligatorias, debieran estar sujetas a regulaciones apropiadas para limitar los riesgos para el afiliado y para terceros.
- En este sentido, la combinación de (i) un amplio grado de elección de tipo de FP para los afiliados; (ii) ausencia de límites a la frecuencia de cambios, y (iii) asesorías masivas no reguladas, configura un marco perjudicial, de extrema liberalidad, en el manejo de fondos de pensiones que no se observa en ningún otro país del mundo (Pensions Outlook 2020, OCDE).
- El mencionado PdL sobre agentes de mercado, en tramitación, aborda el punto iii) y este PdL aborda el punto ii).

A semi-transparent blue globe is centered on a dark blue background with a light blue grid pattern. The globe shows the continents of North and South America. The grid lines are slightly blurred, creating a sense of depth.

1

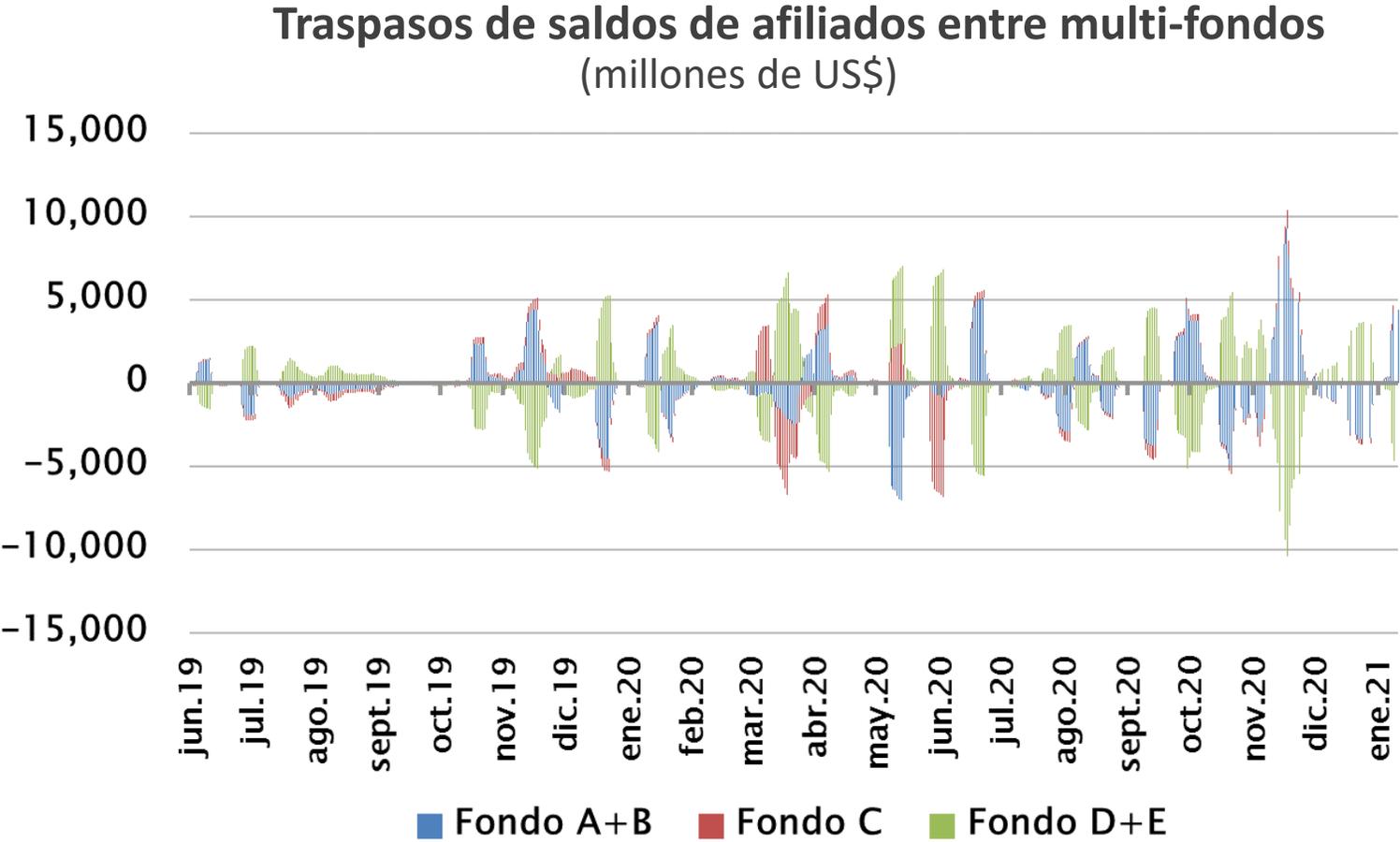
# Efectos de los cambios de fondo en los mercados financieros

# Por qué es importante preservar la estabilidad financiera – Documento de Política Financiera del Banco Central de Chile

- El sector financiero permite el flujo de recursos hacia usos más eficientes, contribuyendo así al bienestar y desarrollo del país.
- Cuando el sistema financiero deja de cumplir con sus roles se produce inestabilidad financiera.
- La inestabilidad puede devenir en episodios de crisis financieras que usualmente son transferidas rápidamente a la economía real y, en consecuencia, al bienestar de las personas.
- Los cambios masivos de fondos pueden generar volatilidad anormal y presiones desestabilizadoras en precios, esto finalmente representa “vulnerabilidades para la estabilidad financiera”.



# Los traspasos de saldos entre multifondos han crecido de manera relevante durante los últimos dos años

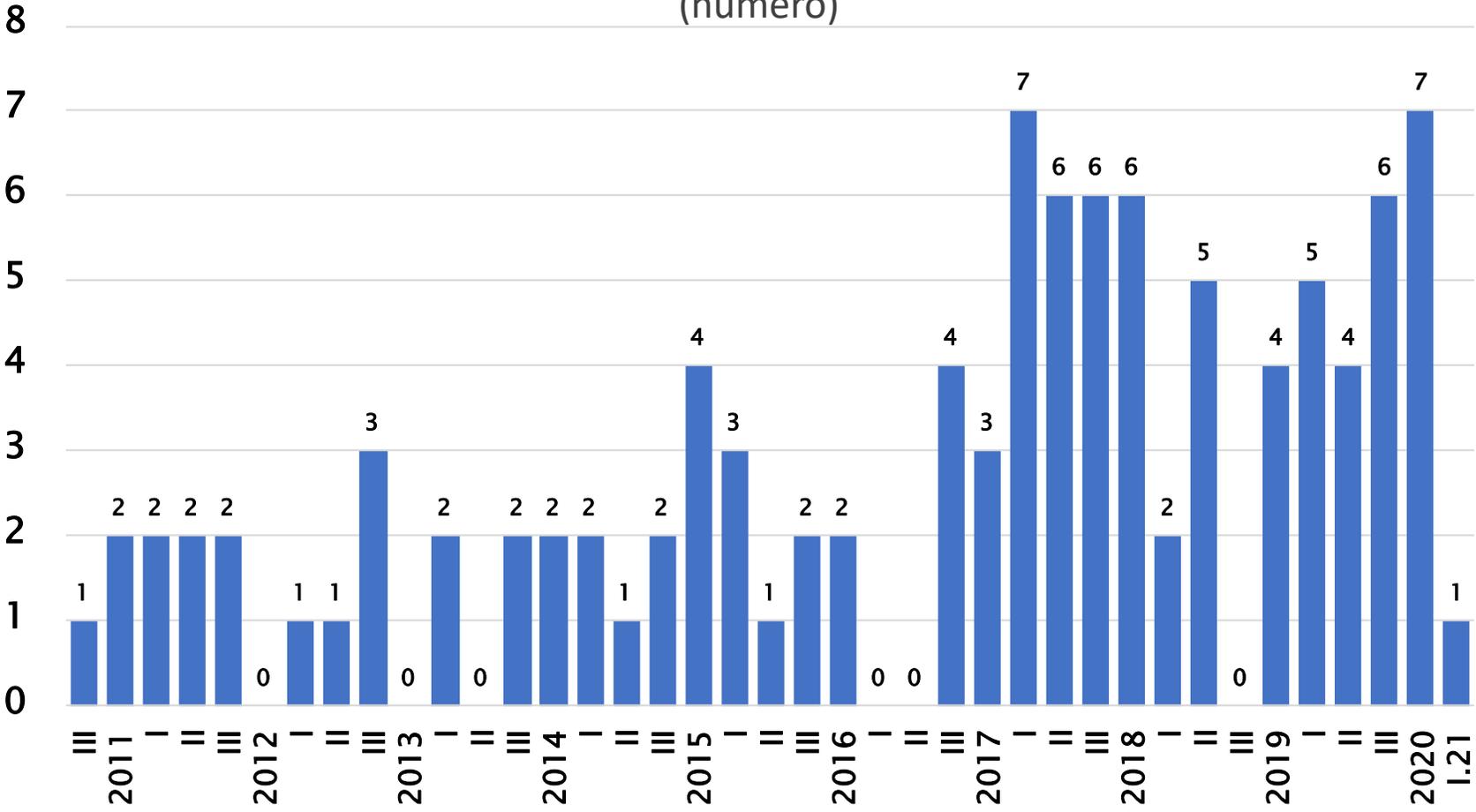


(\*) Suma móvil de 7 días en torno a fechas de traspasos

Fuente: SP

En particular, en el segundo semestre del 2020 se emitieron 13 señales, de las más altas que se tengan registros.

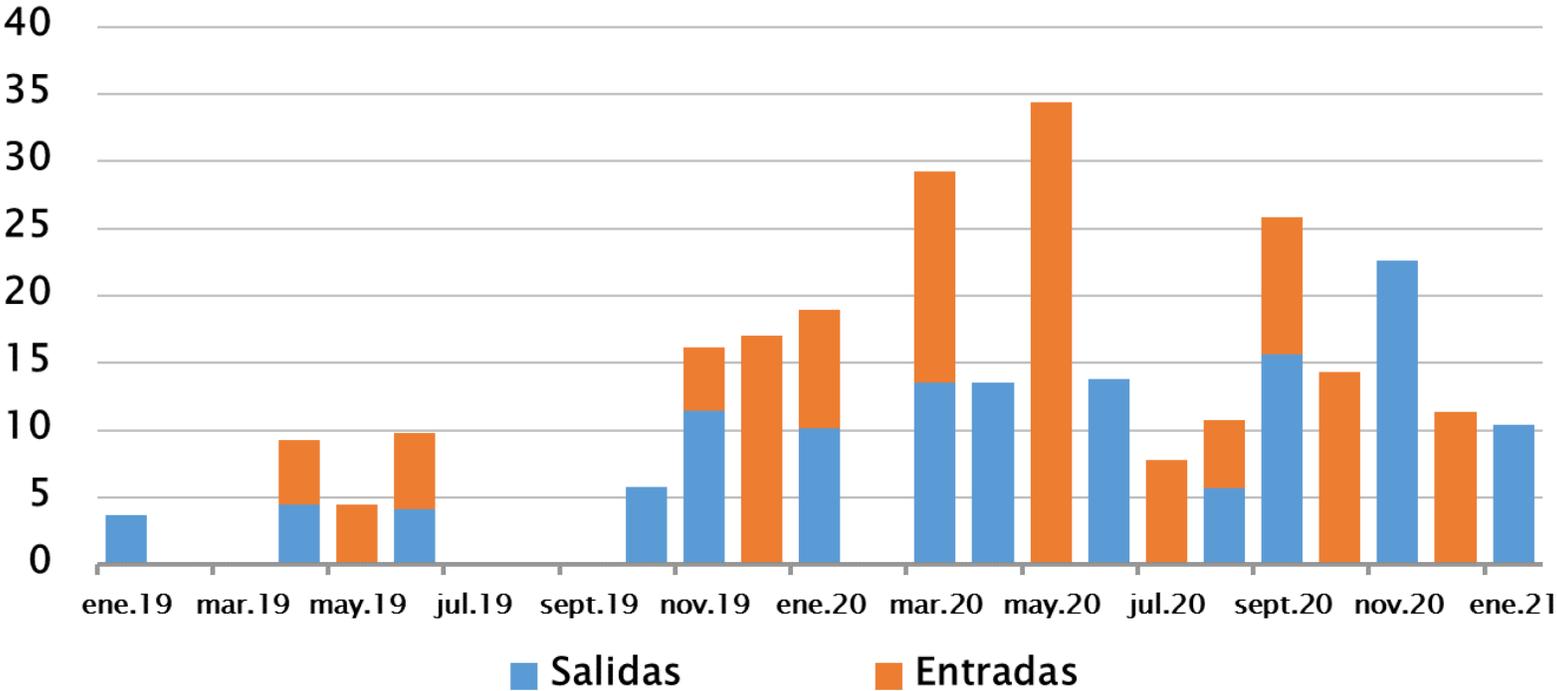
Cantidad de sugerencias de cambios de fondos trimestrales  
(número)



Fuente: SP

# Los traspasos recientes, expresados como % de los activos del Fondo E, han alcanzado hasta el 35% de sus activos en un mes. Este Fondo está invertido fundamentalmente en Chile

Traspasos de saldos de afiliados como porcentaje del Fondo E (\*)  
(porcentaje de activos fondo E)



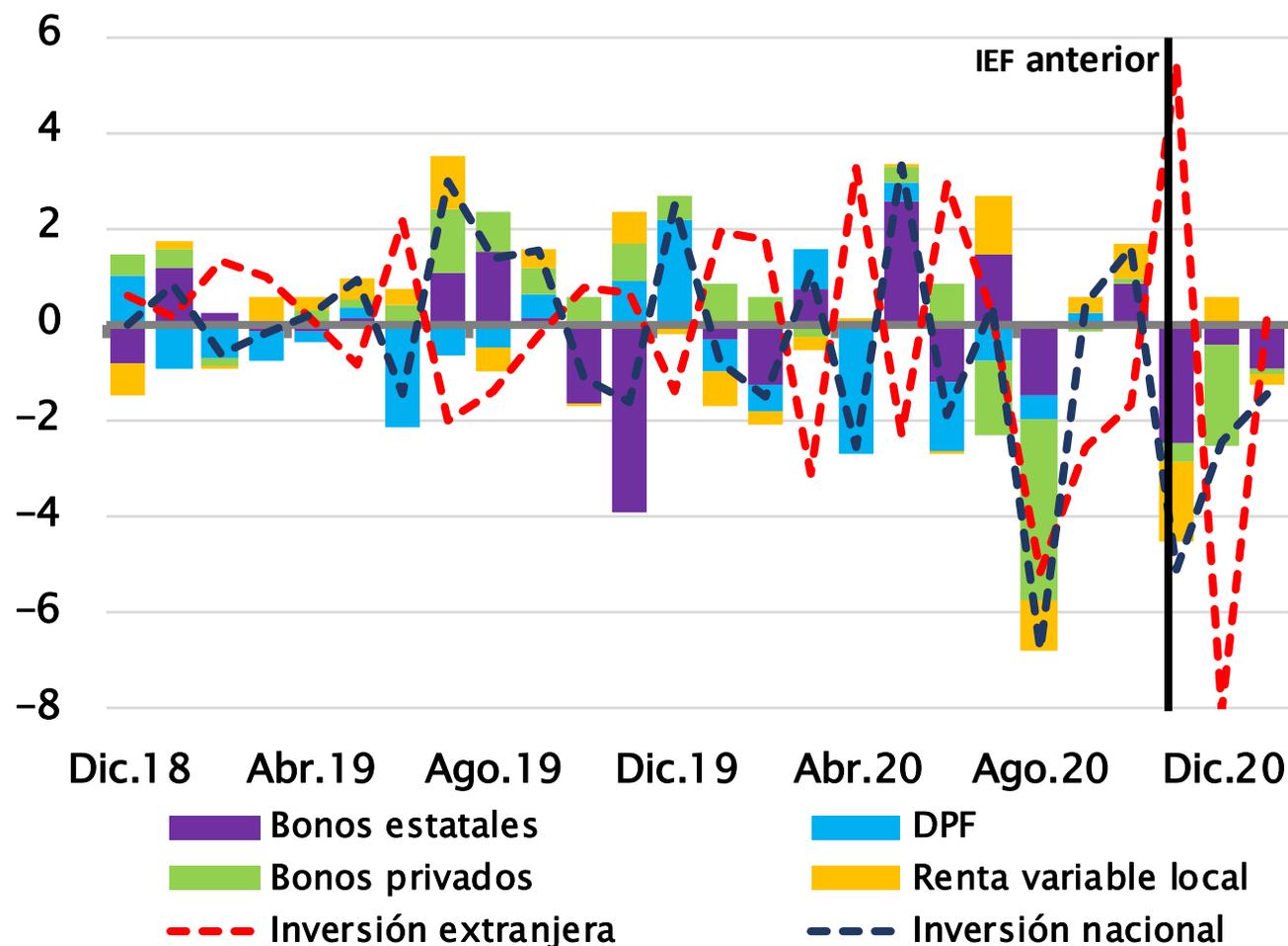
(\*) Suma de 5 días de traspasos netos de fondo hacia el fondo E (positivos) y hacia fondos A y C (negativos)

Fuente: SP

Los continuos traspasos obligan a un rebalanceo frecuente en la cartera de inversión de los fondos de pensiones, que ha sido mucho más intenso en el último semestre.

## Flujos de inversión de los FP (\*)

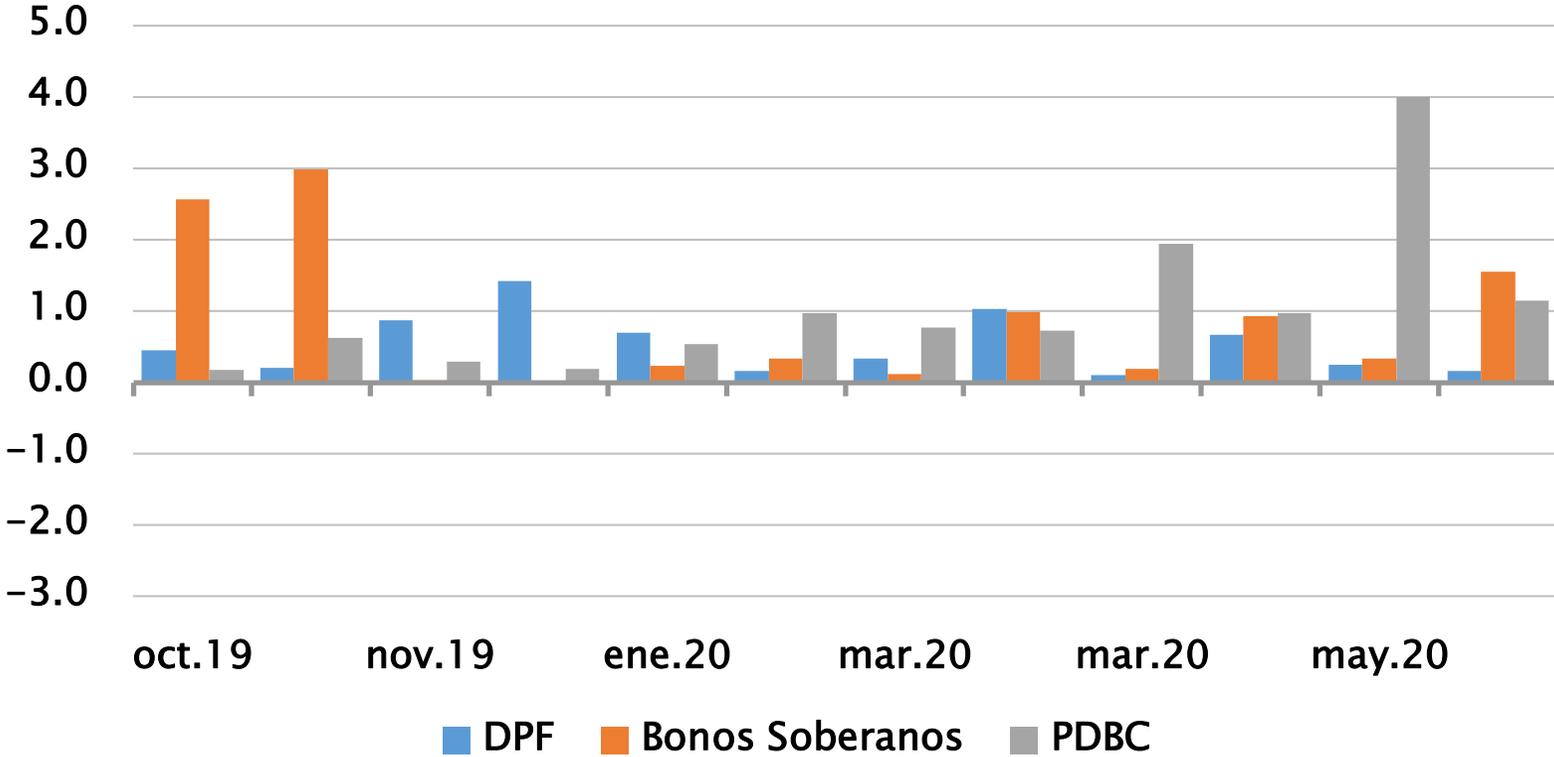
(millones de dólares, al 08/01/21)



(\*) Corresponde a los movimientos netos por instrumento incorpora compras, ventas, rescates, sorteos. No incluye vencimientos derivados, rebates, dividendos y cortes de cupón. Incluye bonos y ADR nacionales transados en el extranjero. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la Superintendencia de Pensiones.

**Estos rebalances implican que en torno a las fechas de cambio se aprecian impactos significativos en los precios de los instrumentos locales. Esto puede tener impacto la estabilidad de mercados financieros y generar oportunidades para inversionistas que conocen anticipadamente dirección del cambio.**

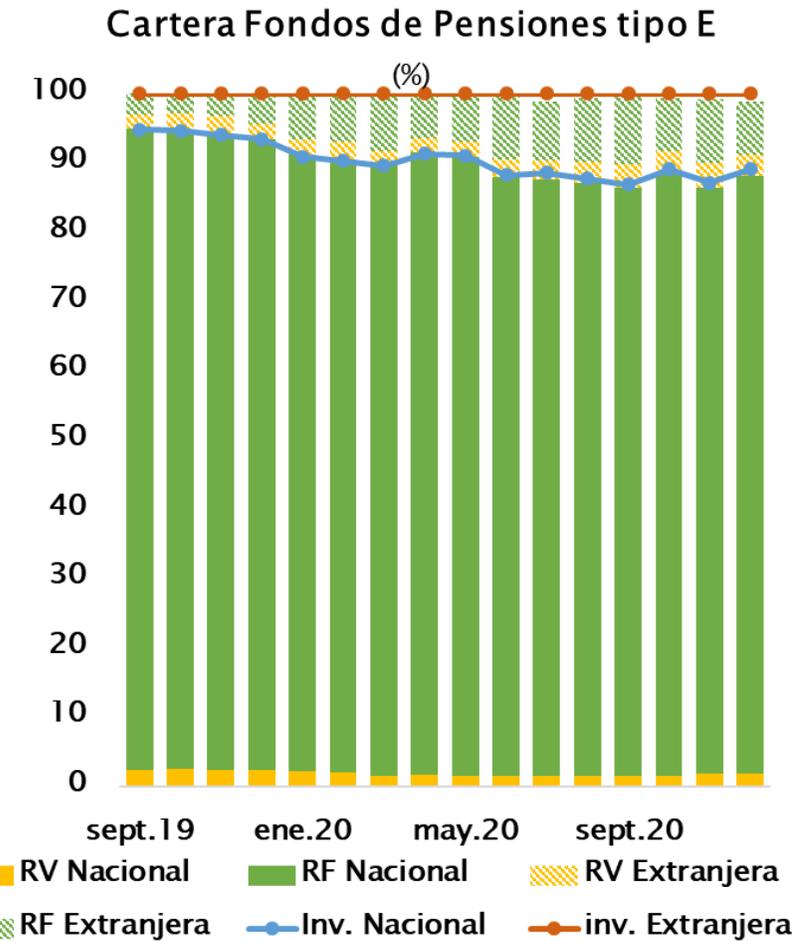
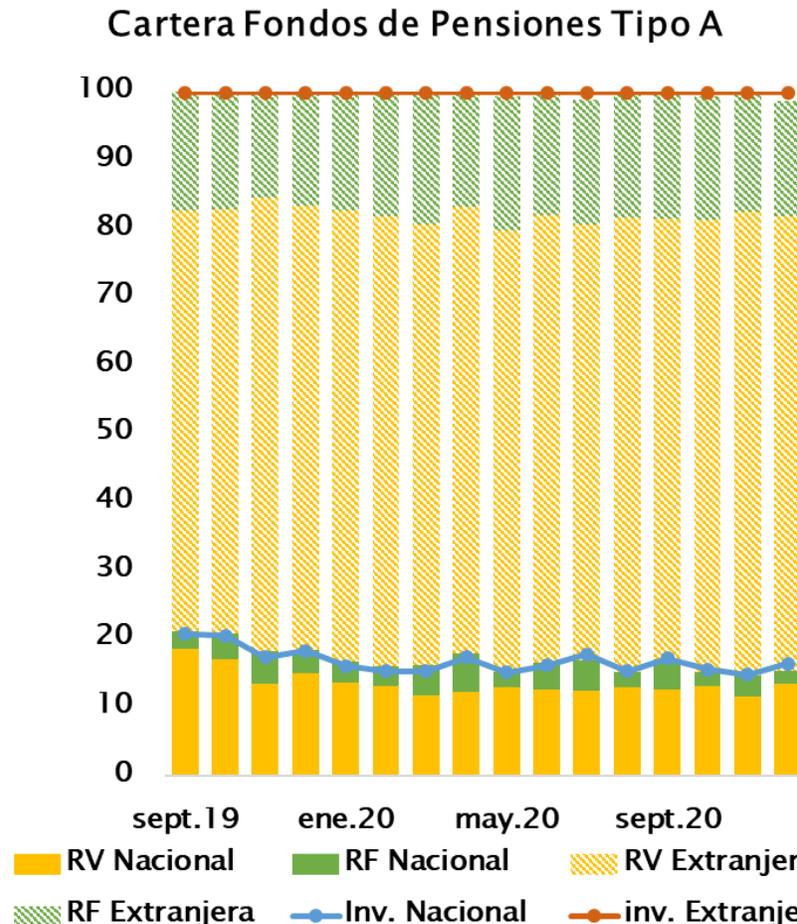
**Transacciones en activos claves de FP en torno a fechas de traspasos (\*)**  
(veces volumen negociado promedio)



(\*) Considera el valor absoluto de las transacciones de cada activo, sobre el volumen negociado promedio en cada uno de ellos.

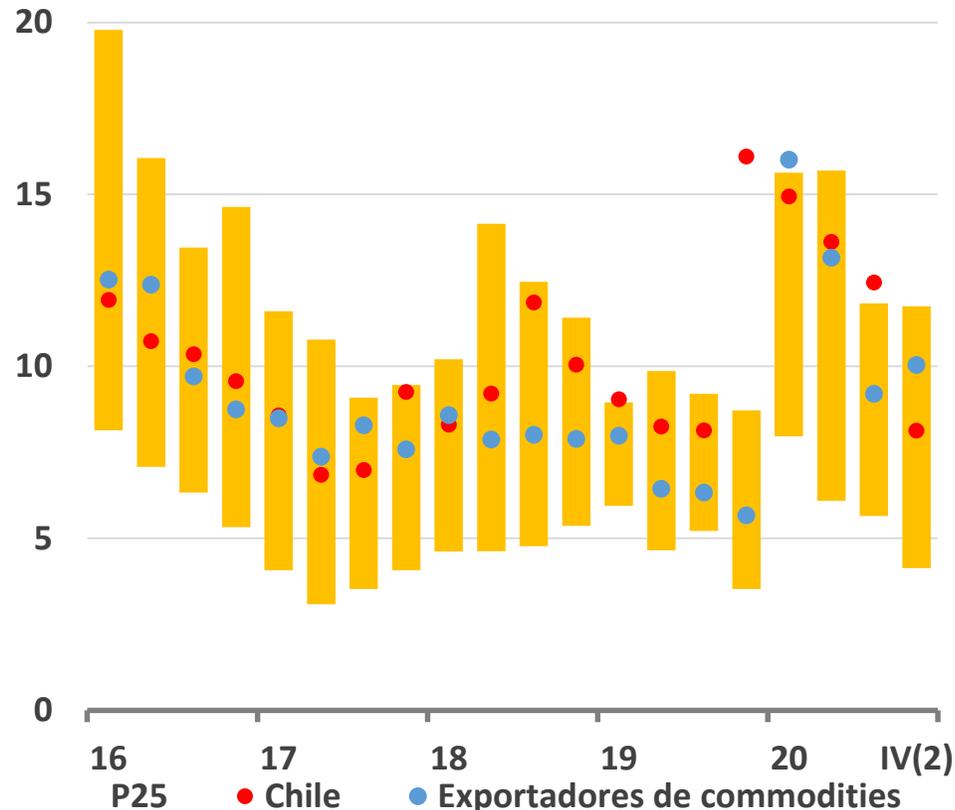
Otra arista relevante, en relación a la estabilidad de los mercados financieros, es que cambios masivos de multifondos tienen incidencia en la liquidez en dólares y el precio en el precio de la divisa. Generando un potencial conflicto de interés en quienes conocen dirección del cambio.

- El fondo A está compuesto mayormente de renta variable, que está invertida en el exterior. Esto implica que los ahorros de este fondo están en dólares.
- Por el contrario el fondo E está compuesto mayormente de renta fija, que está invertida localmente.
- Así un movimiento desde E hacia A aumenta la demanda de dólares y uno del A al E en la dirección de liquidación de divisas.



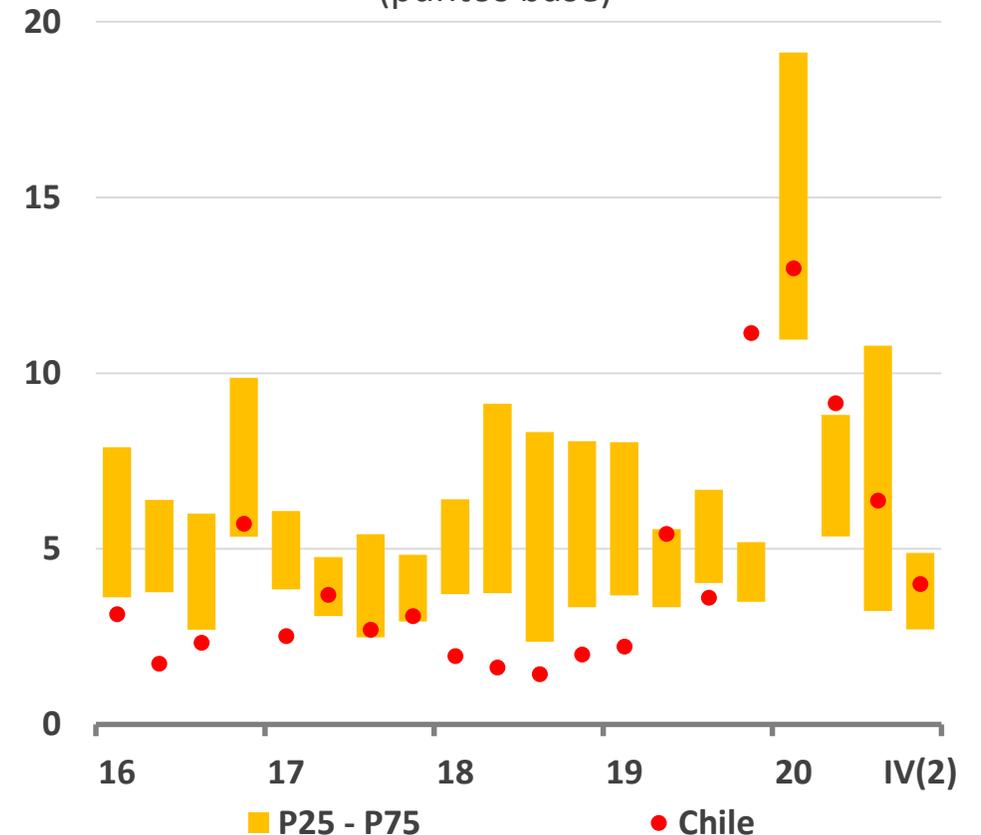
Además, el rol amortiguador de los FP frente a shocks externos se ha debilitado, y en lo más reciente se ha observado un comportamiento ocasionalmente pro cíclico, lo que exacerba los movimientos de mercado, sin un beneficio evidente para los afiliados.

**Volatilidad anualizada cambiaria**  
(porcentaje)



(1) EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. Exportadores de commodities incluye a Australia, Canadá, Noruega y Nueva Zelanda. (2) último dato corresponde a octubre 2020  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

**Volatilidad de tasas soberanas EME**  
(puntos base)



(1) Calculado como la desviación estándar del cambio diario en las tasas. EME incluye a Brasil, China, Colombia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rusia y Turquía. (2) último dato corresponde a octubre 2020  
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Bloomberg.

# Los movimientos masivos y frecuentes de fondos pueden tener efectos que van más allá de la estabilidad financiera

- Cuando los movimientos de fondos son coordinados por una recomendación masiva, se abren espacios de arbitraje para agentes que logren materializar inversiones antes que los afiliados.
- Ante cambios masivos y frecuentes de Fondos de Pensiones, los portafolios de los Fondos A y E tienden a acumular mayores posiciones de activos líquidos, lo que finalmente impacta la rentabilidad de todos los afiliados (Da et al. 2017).

**A nivel individual, la existencia de fondos con perfiles de riesgo diferenciados permite que las personas puedan ajustar su tolerancia al riesgo, pero también se generan riesgos al intentar obtener ganancias de corto plazo.**

- Explotar estos diferentes perfiles de riesgo en el corto plazo para “ganarle al mercado” ha sido ampliamente discutido en la literatura de finanzas, considerando para ello que los inversionistas son activos y altamente calificados, lo que difiere de personas naturales que cotizan en un sistema previsional.
- Afiliados que cambian frecuentemente de Fondos de Pensiones están expuestos a mayor riesgo, lo que si bien puede materializarse en un mayor retorno, también puede significar un perjuicio, dados los mayores riesgos involucrados.
- Gran parte de los resultados académicos da cuenta de que no es posible “ganarle al mercado” en forma sistemática y consistente. Ese resultado es especialmente relevante para los fondos de pensiones dada la naturaleza de largo plazo de éstos.

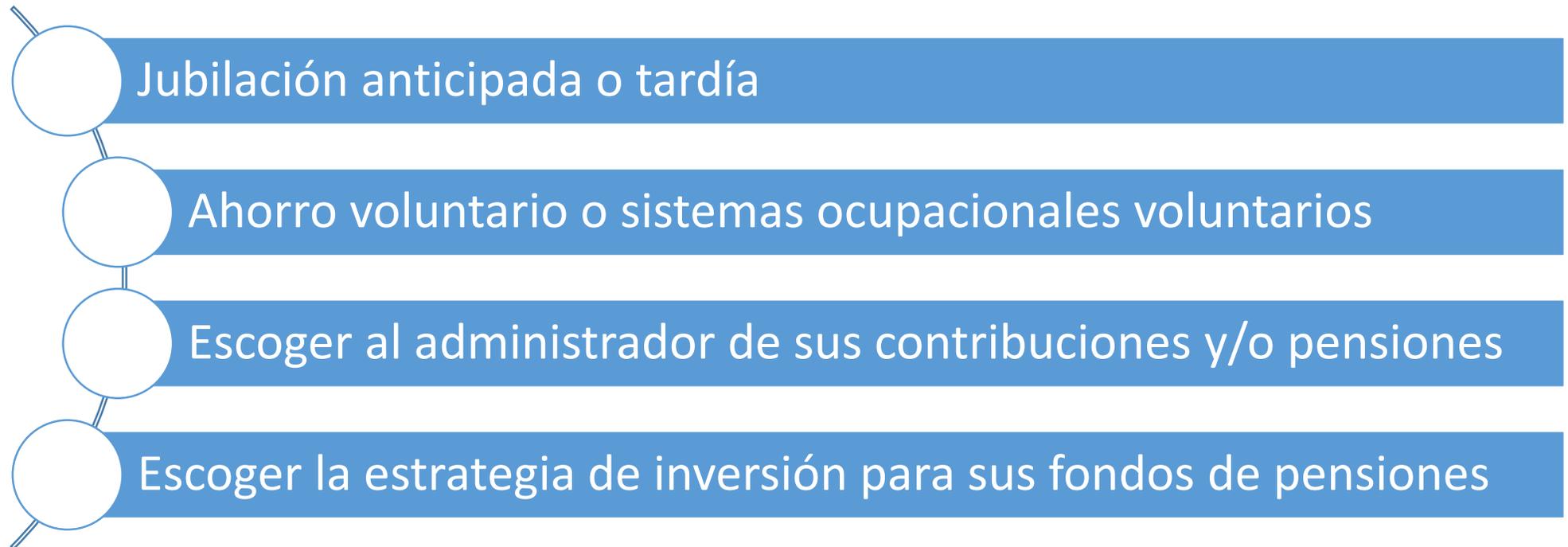
The background of the slide is a composite image. It features several stacks of coins in shades of blue and purple, arranged in a row that recedes into the distance. Overlaid on this is a semi-transparent grid of financial data, including numbers and the letters 'ATO'. A yellow line graph is visible in the lower-left corner, and a bar chart is partially visible in the lower-right corner. The overall color palette is dominated by blues and purples, with a yellow accent for the line graph.

2

## Experiencia internacional

# Los sistemas de pensiones permiten que las personas escojan algunos parámetros para acomodar características individuales

Esta libertad puede introducir diferentes riesgos y, el rol de la regulación debe ser mitigarlos.



# A nivel internacional es común encontrar regulación de asesores de inversión y restricciones a la libertad de elegir el destino de la inversión.

- En países desarrollados la asesoría de inversión que alcanza a los fondos de pensiones en general está regulada. Y éstos deben registrarse con la autoridad competente.
- Por otro lado, en países con sistemas de contribución definida, son comunes las limitaciones a la libertad de elegir el destino de la inversión de los ahorros previsionales.
  - Algunas de las limitaciones consideradas en otras jurisdicciones son: un número acotado de fondos, restricciones a los perfiles de riesgo a los que se puede acceder, limitaciones explícitas o implícitas a los cambios de fondos.
  - Lo que no se observa en otras jurisdicciones es que se puedan realizar cambios de fondos, a partir de recomendaciones no personalizadas, sin que eso esté sujeto a algún tipo de regulación formal (la autorregulación en esta materia no es suficiente).

## Esta evidencia es consistente con recomendaciones de la OCDE acerca de los Cambios de fondos – asistencia Técnica solicitada por el Consejo de Estabilidad Financiera.

- Ante los efectos negativos asociados a cambios frecuentes de multifondos, es necesaria una respuesta de política pública, destacando las siguientes opciones:
  - Imponer barreras explícitas a los cambios de fondos: Por ejemplo, limitaciones a la frecuencia de cambios, restricciones a los fondos asequibles por la edad y restricciones a cambios abruptos de perfiles.
  - Imponer barreras implícitas a los cambios de fondos: Por ejemplo, requerir que el cliente confirme un cambio, establecer un costo monetario por efectuar el cambio o, establecer un plazo de procesamiento del cambio.

A line graph is visible in the background, showing two data series: a blue line and a brown line. The blue line starts at a low point, rises to a peak, dips, rises again to a higher peak, and then fluctuates. The brown line starts at a low point, rises to a peak, dips, rises again to a peak, and then fluctuates. The graph is overlaid with a dark blue semi-transparent rectangle. The word "Visits" is partially visible in the top left corner of the graph area. The x-axis has some numbers like 12, 14, 16, 18, 20, 22 visible at the bottom.

3

## Consideraciones finales

# Consideraciones finales

- La existencia de diferentes fondos permite que los individuos puedan escoger estrategias óptimas de acuerdo a sus perfiles de riesgo, pero también pueden inducir estrategias que busquen rentabilidades de corto plazo.
- La evidencia internacional muestra que es difícil “ganarle al mercado” de manera consistente, por lo que este tipo de estrategias implican un riesgo relevante para los afiliados sin un beneficio claro a nivel del sistema ni para sus participantes.
- Cambios masivos de fondos tienen impacto en precios de mercado que pueden incidir en un escenario de inestabilidad financiera y, a su vez, generar potenciales conflictos de interés respecto de quienes tienen información anticipada de estos movimientos. Este PdL complementa el referido a agentes de mercado.
- Imponer barreras implícitas o explícitas a los traspasos de fondos de pensiones es una medida que está en línea con la experiencia internacional y ha sido recomendada por la OCDE.

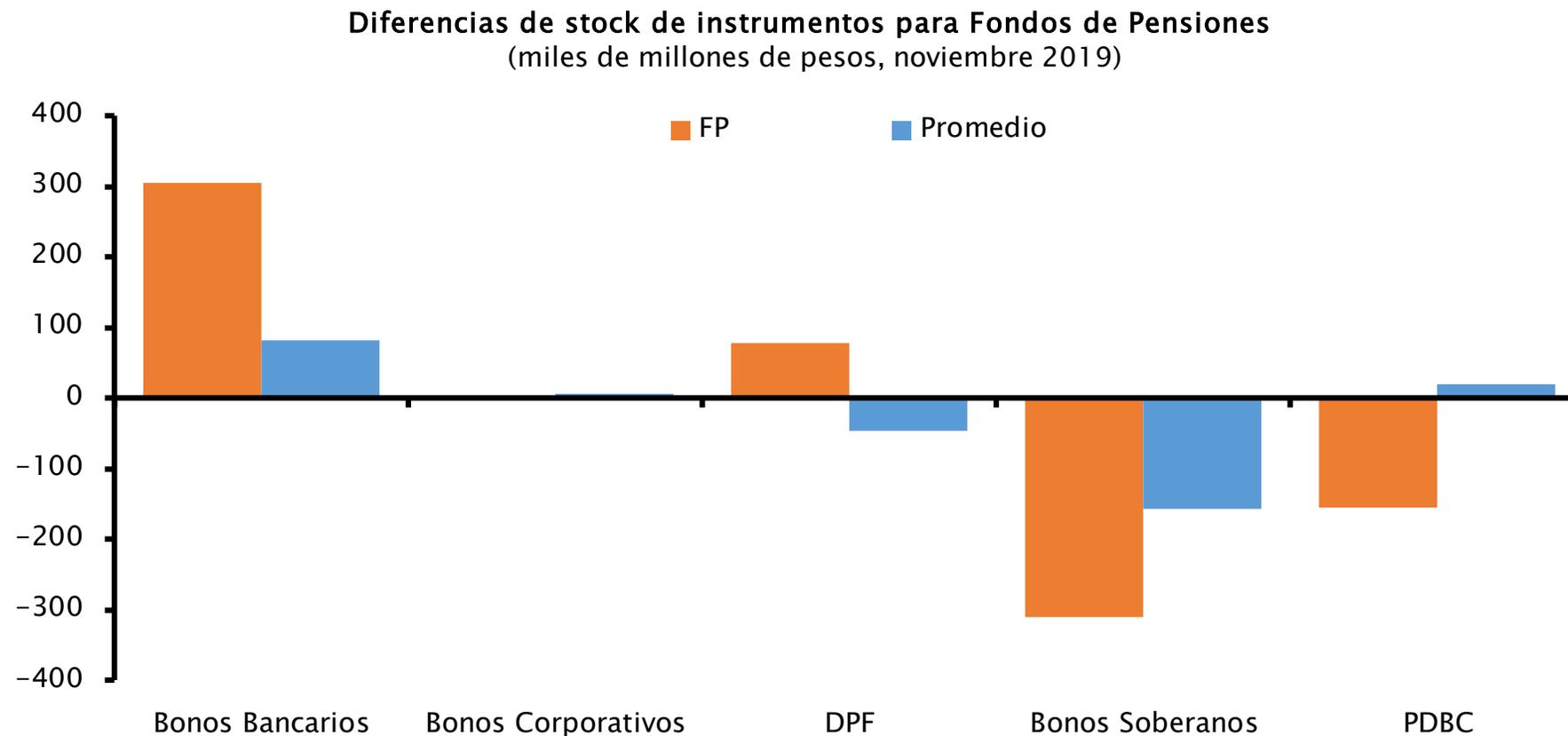
# Proyecto de Ley que regula los cambios de fondos de pensiones (Boletín N° 13.959-13)



Joaquín Vial  
Vice-Presidente

Comisión de Trabajo de la H. Cámara, 18 de enero de 2021

# Anexo 1: El recuadro del IEF reporta lo observado durante la crisis social, donde se observaron bruscos movimientos de activos producto de cambios masivos.



(\*) FP corresponde a la diferencia en stock entre el 15 y el 13 de noviembre de 2019. Promedio es la variación media en el stock en un rango de dos días desde el 23 de octubre al 13 de noviembre de 2019.

Fuente: Banco Central de Chile en base a información del DCV.

## Anexo 2: Existen afirmaciones frecuentes sobre los cambios de fondo que es necesario precisar (1)

- Los cambios de fondo son solo un canje contable que no provoca ninguna transacción en el mercado.
  - Dada la existencia de diferentes multifondos con estrategias de inversión diferenciadas, los fondos de pensiones se ven obligados a acudir al mercado y vender o comprar instrumentos cuando existen cambios de fondos masivos.
  - La posibilidad de “transferir” instrumentos desde un fondo a otro sin pasar por el mercado no es un mitigador adecuado debido a que las estrategias y límites de inversión de los diferentes multifondos son muy distintas y no existen grados de traslape tan altos entre los instrumentos objetivos de inversión.
  - En esta línea, esta presentación entregó evidencia de que tanto las transacciones en mercados financieros de activos claves como las operaciones de compra/venta de fondos de pensiones aumentan en conjunto con los cambios de fondos ([ver diapositivas](#)).
  - Por otro lado, Da et al. (2017) encuentra que los volúmenes de activos transados en la Bolsa de Comercio de Santiago aumentan en un 10% el día después de que se efectúa una recomendación de cambio de fondos.

## Anexo 2: Existen afirmaciones frecuentes sobre los cambios de fondo que es necesario precisar (2)

- Con el objetivo de cautelar los movimientos bruscos de fondos, en un proceso de autoregulación, los asesores estarían realizando recomendaciones de fondos menos extremas desde el año 2015.
  - Esta presentación entrega antecedentes que apuntan a que los cambios de fondos están en su nivel más alto de los últimos años y que también la presión en precios de estos cambios habría aumentado.
  - De esta forma, la posible autorregulación de los asesores no es suficiente para solucionar los inconvenientes ya mencionados.
- Regular el plazo de materialización de los cambios de fondos es equivalente a un “corralito”
  - El término “corralito” hace referencia a restringir o prohibir la convertibilidad entre los depósitos bancarios y el efectivo. Estas son medidas extremas que han sido tomadas por países de para enfrentar corridas bancarias asociadas a episodios de crisis financieras.
  - La regulación de los cambios de fondos de pensiones existen en diferentes países, sin que nunca hayan sido llamados corralitos.

## Anexo 2: Existen afirmaciones frecuentes sobre los cambios de fondo que es necesario precisar (3)

- La SP ya cuenta con herramientas para mitigar los efectos negativos de los cambios de fondos.
  - Es cierto que existen disposiciones especiales para traspasos de fondos que sean por montos mayores al 5% del respectivo multifondo y que también se permite el traspaso de instrumentos entre multifondos sin necesidad de que se pase por el mercado
  - Sin embargo, la existencia de estas disposiciones no ha permitido mitigar los problemas inherentes a los cambios de fondos masivos.
  - Por otro lado, como se mencionó anteriormente, la transferencia de instrumentos entre multifondos es menos viable que sea utilizada ante cambios de fondos extremos.
- Las recomendaciones de los asesores previsionales no generan conflictos de interés debido a que los mismos asesores no mantienen posiciones en él y son entregadas cuando el mercado está cerrado.
  - No es necesario que se materialicen transacciones realizadas con conflictos de interés para que sea necesaria una regulación al respecto, basta con que existan “riesgos de conflicto de interés”.

## Anexo 3: Los resultados anteriores tienen respaldos también en literatura reciente que investiga el tema

Da et al. (2015) da cuenta que se genera una presión en precios del mercado accionario local en torno a los cambios masivos de fondos. Reporta también una volatilidad anormal, y transacciones en acciones que pueden llegar a representar del stock de acciones.

Ceballos y Romero (2020) se enfocan en el mercado de renta fija. Ellos encuentran una presión de precios anormal en el mercado de bonos soberanos en torno a las fechas de cambios masivos, en especial en las tasas reales en torno a 10 años. También reportan un aumento en el costo de financiamiento a través de bonos para empresas con un mayor riesgo relativo, así como un mayor costo del crédito hipotecario.

# Anexo 4: La libertad de escoger el riesgo de inversión está disponible en diferentes sistemas obligatorios de contribución definida, pero en general está sujeta a limitaciones

## Limitaciones y restricciones para sistemas de pensiones selectos

País	Tipo de fondos	Limitaciones a frecuencia de cambio	Restricciones a fondos asequibles
Chile	Cinco perfiles de riesgo		Personas mayores de 60 no pueden invertir en fondo más riesgoso
Colombia	Tres perfiles de riesgo	Un cambio cada seis meses	
Costa Rica	Un perfil de riesgo por administrador	Es necesario cambiar administrador para cambiar perfil de riesgo	
Eslovaquia	Tres perfiles de riesgos		
Eslovenia	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado	Un cambio al año	Solo puede invertir en perfiles de riesgo correspondientes a edad mayor a la del afiliado.
Estonia	Cuatro perfiles de riesgo		
Letonia	Tres perfiles de riesgo	Dos cambios al año	
Lituania	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado		
México (desde ene-2020)	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado	No se pueden realizar cambios	No se pueden realizar cambios
Perú	Cuatro perfiles de riesgos		Personas mayores de 60 no pueden invertir en fondo riesgoso
Polonia	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado	No se pueden realizar cambios	No se pueden realizar cambios
Rumania	Un perfil de riesgo por administrador	Es necesario cambiar administrador para cambiar perfil de riesgo	