

Proyecto de Ley sobre Transparencia y Reforzamiento de Responsabilidades de los Agentes de los Mercados (Boletín n°10.162-05)



Mario Marcel C.
Presidente

Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados – 10 de junio de 2020

Introducción

- El proyecto introduce modificaciones a diversos cuerpos legales, con el objetivo de perfeccionar el marco regulatorio vigente que norma la actividad de agentes que pueden influir sobre las decisiones de inversión de las personas y empresas, y el funcionamiento de los mercados.
- Con ello se busca, entre otras cosas, establecer un marco normativo para distintos tipos de asesores de inversión, clarificar las responsabilidades de auditores externos y fortalecer los roles de supervisión de los distintos agentes fiscalizadores.
- Ha sido objeto de varias series de indicaciones durante su primer trámite, las que han complementado el contenido original del proyecto.
- La urgencia de su discusión aumenta en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros, la que afecta el valor de activos y pasivos, así como la estabilidad de la economía.

Enfoque del Banco Central

- La Ley Orgánica Constitucional encarga al BCCh la responsabilidad de “*velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos*”.
- En particular, el BCCh asocia el segundo de estos dos mandatos a la promoción y preservación de la **estabilidad financiera**, entendida como “*la capacidad del sistema financiero de realizar sus funciones con normalidad o sin interrupciones relevantes, aun frente a situaciones temporales adversas*”.
- Para el cumplimiento de este objetivo, el BCCh cuenta con varias herramientas, entre las que se cuentan algunas facultades regulatorias, el mecanismo de consulta previa de regulaciones que son responsabilidad de otras instituciones y el Informe de Estabilidad Financiera (IEF).
- Parte importante del proyecto en discusión, se refiere a conductas de agentes de mercado que corresponden más propiamente a los reguladores sectoriales. Sin embargo, hay temas que trascienden a temas más globales de arquitectura institucional del sistema financiero y comportamiento de los mercados, los que son recogidos en los IEF.

Enfoque del Banco Central

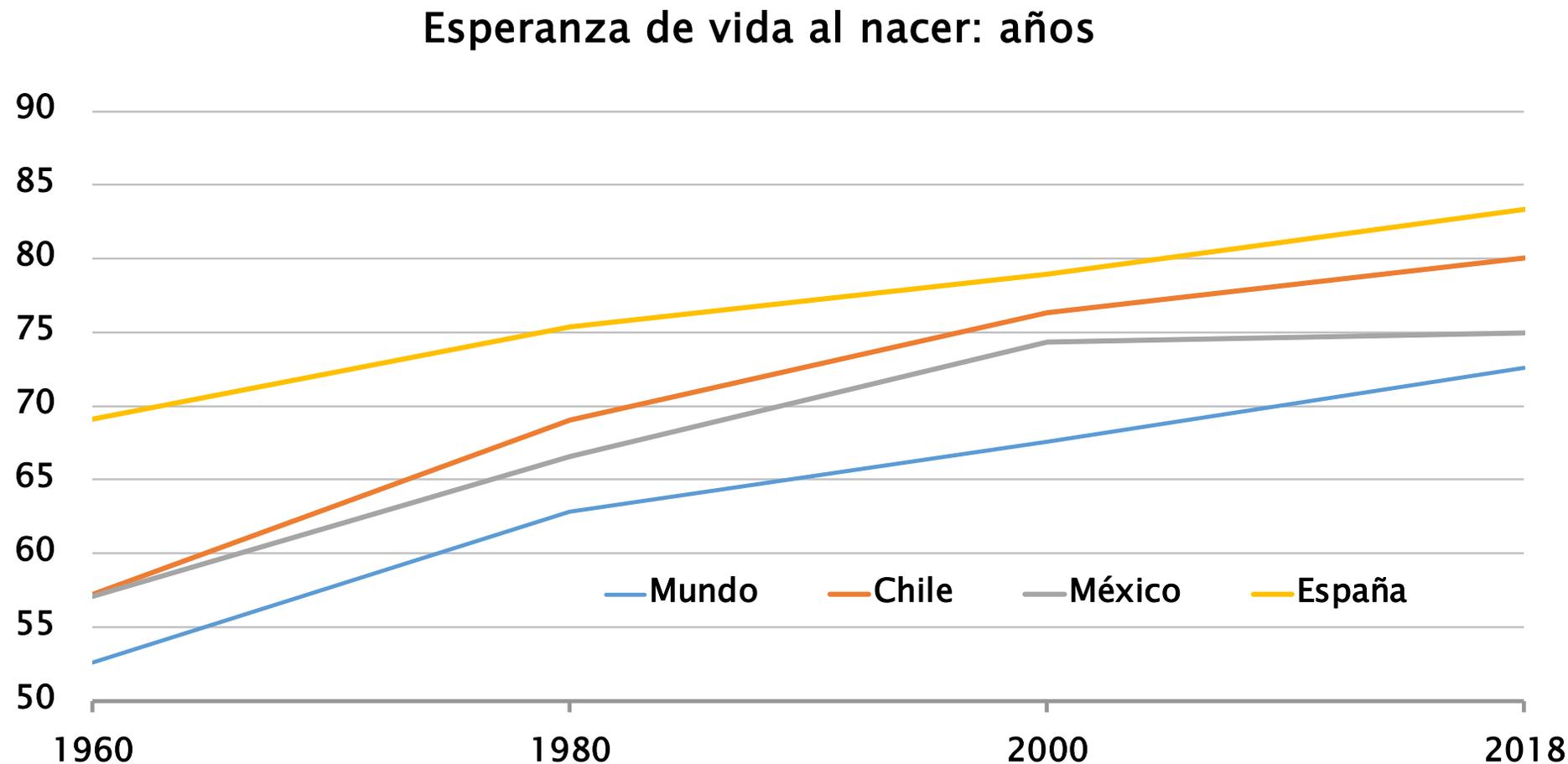
- Con este propósito, el IEF del Primer Semestre de 2020 incluyó un recuadro sobre “Regulación de Asesores Previsionales y Estabilidad Financiera” (Recuadro V.1), que aborda temas tratados en indicaciones que ha formulado el Presidente de la República al proyecto en discusión.
- Esta presentación se centrará en este tema, considerando además la solicitud de la Comisión.
- Para ello, nos referiremos fundamentalmente a las decisiones de inversión en el sistema de multifondos previsionales; el rol de los asesores financieros; y los riesgos para la estabilidad financiera de cambios masivos y frecuentes de afiliados.

A semi-transparent globe is centered in the background, resting on a grid pattern. The globe shows continents and is slightly tilted. The grid lines are light blue and intersect to form a diamond-shaped pattern.

1

Objetivos de largo plazo del sistema de pensiones y decisiones de inversión de corto plazo.

El aumento de la esperanza de vida implica proveer soluciones robustas para el bienestar económico de los trabajadores al momento del retiro.



Fuente: Banco Mundial

Los sistemas de pensiones buscan resolver este desafío social, considerando las necesidades y posibilidades de cada país.

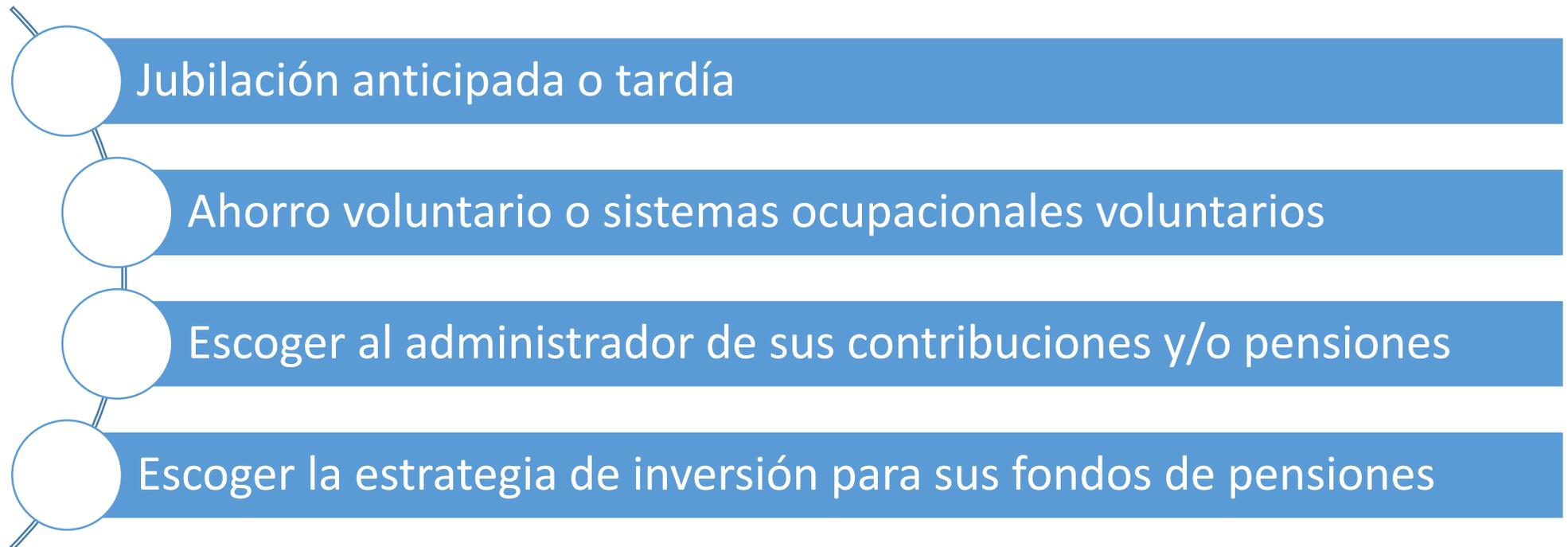
- Los sistemas son de carácter obligatorio porque la gran mayoría de las personas, no tiene la capacidad de generar un plan de ahorro y una estrategia de inversión que garantice ingresos para su jubilación.
- En general, tienen mecanismos que permiten asegurar beneficios mínimos y dan cierto grado de elección a los individuos para adecuarse a sus distintos perfiles. Por ejemplo, retrasar la jubilación o complementar la pensión a través de ahorro voluntario.
- Por último, el sistema de pensiones de un determinado país tiene que ser económicamente sostenible en el tiempo.

La participación y regulación de los sistemas de pensiones tiene efectos que van más allá del ámbito individual.

- En general, los sistemas de pensiones obligatorios tienen dos componentes (OECD – 2019):
 - Componente de seguro: apunta a que los jubilados alcancen una pensión adecuada en relación al ingreso que mantenían cuando trabajaban.
 - Componente redistributivo: apunta a que los jubilados alcancen un nivel de pensión tal que les asegure un estándar de vida mínimo.
- Así, el sistema de pensiones y sus regulaciones, tienen efecto tanto en el bienestar individual de las personas (componente de seguro) como en el resto de la sociedad (componente redistributivo).

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.



La libertad de escoger el riesgo de inversión está disponible en diferentes sistemas obligatorios de contribución definida.

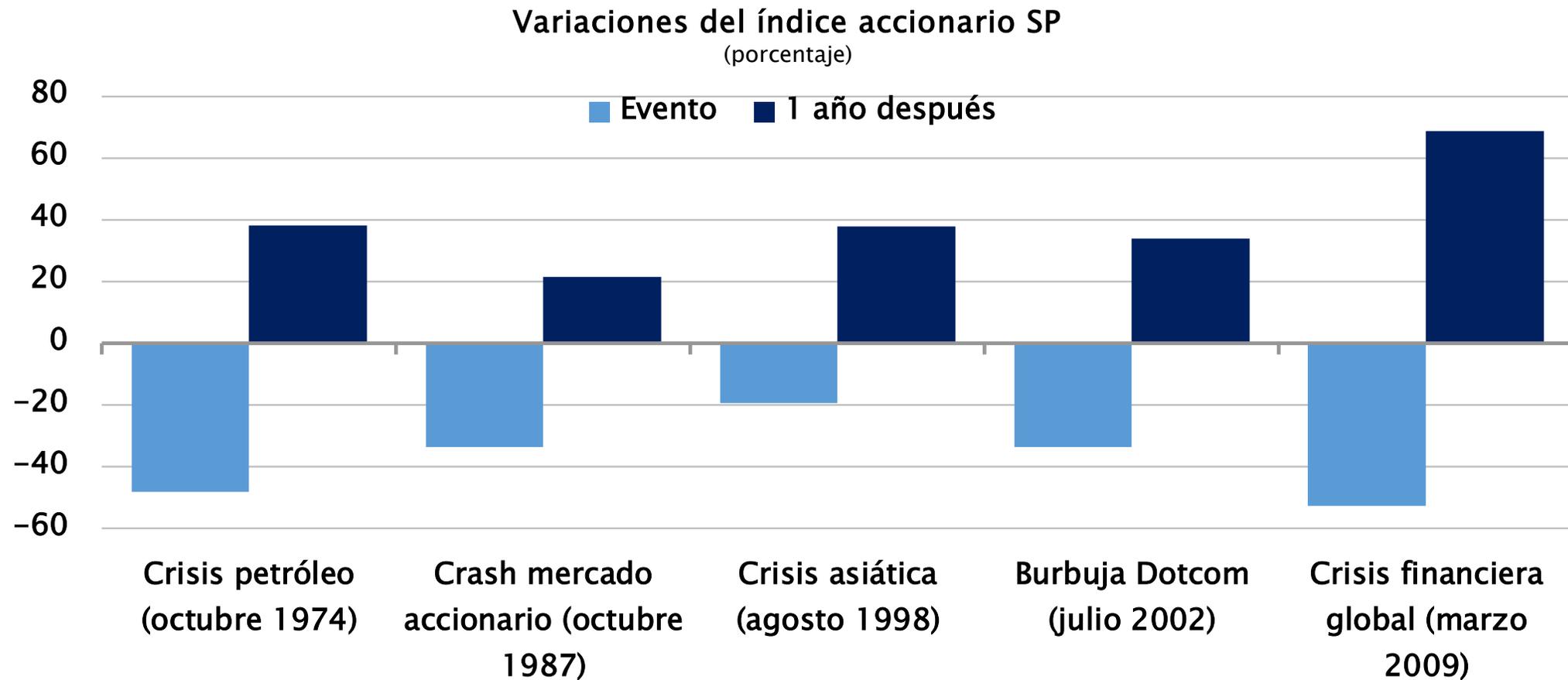
Limitaciones y restricciones para sistemas de pensiones selectos

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	

Las inversiones financieras detrás de los sistemas de pensiones se enfocan en el largo plazo.

- Dado que el objetivo de las inversiones del sistema de pensiones es la pensión al jubilar, el horizonte es de largo plazo. En concreto, considerar los retornos de los activos a 5-10 años por sobre aquellos observados dentro de semanas específicas.
- Evidencia empírica da cuenta que los precios de activos financieros reaccionan fuertemente en el corto plazo, pero luego se estabilizan. Así, ante una mala noticia, es posible que una estrategia de corto plazo termine “vendiendo barato” y “comprando caro”.

Ante malas noticias, se aprecia una gran diferencia entre retornos de corto plazo y aquellos de un horizonte más largo.



Fuente: Bloomberg

De lo anterior se deriva que no se pueden obtener ganancias sistemáticas.

- Los movimientos de portafolio permiten ajustar cambios de tolerancia al riesgo que tengan los agentes, lo que conlleva retornos que pueden ir en cualquier dirección.
- Explotar estos cambios 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.
- Gran parte de los resultados académicos da cuenta que no es posible “ganarle al mercado”.

A diferencia de las inversiones en fondos mutuos, aquellas en los sistemas de pensiones están fuertemente reguladas.

- Las inversiones financieras del sistema de pensiones contribuyen a una base amplia de afiliados, que tienen menos herramientas técnicas que aquellos que invierten en fondos mutuos.
- Dado lo anterior, no todos los instrumentos financieros son elegibles. Si bien existen activos con alta rentabilidad, estos podrían representar riesgos elevados.
- En Chile, un comité técnico revisa la elegibilidad de los instrumentos y los mecanismos de mitigación de riesgos.

Esta regulación está incorporada en el esquema de multifondos creado en 2002.

- Principales objetivos de la creación del esquema de multifondos:
 - Elevar el valor esperado de la pensión de los afiliados.
 - Lograr que los afiliados tengan una distribución de cartera acorde con sus preferencias y necesidades personales.
- Los perfiles de riesgos de los distintos multifondos están establecidos a través de límites estructurales (ver anexo). Previamente existían solo dos perfiles de riesgo.

El régimen de inversión de los FP se diferencia sustantivamente del que tienen otros fondos de inversión.

Límites de inversión para distintas clases de activos

Activo	Fondos de Pensiones	Fondos de Inversionistas Privados
Renta variable	La exposición máxima oscila entre un 80% para el fondo A, y un 5% para el fondo E.	No existen límites, se pueden definir hasta por el 100%
Inversión en el exterior	La exposición máxima oscila entre un 100% para el fondo A, y un 35% para el fondo E. Más una exposición máxima de 80% para el sistema.	No hay limitaciones, existen fondos 100% invertidos en el exterior, para distintas clases de activos
Activos alternativos	Establecidos por ley en un rango entre 5 y 15% del valor del fondo. Actualmente fondo A puede invertir un 13%, y el fondo E en un 5%	No existen límites a priori, depende del prospecto. Hay fondos 100% dedicados a la inversión en activos alternativos, incluso en subclases (private equity, debt, etc)

Las regulaciones también persiguen que las decisiones de las personas no afecten su propio interés o el de otros afiliados.

- Los ahorros están destinados al financiamiento de las pensiones, por lo que no se pueden retirar en bloque al momento de la jubilación. Esto ayuda a prevenir potenciales fraudes o estafas que pueda sufrir un jubilado, y que lo lleven a perder parte importante de sus ahorros.
- Se limitan los cambios entre fondos con el objeto de acotar los riesgos que toman los afiliados respecto de sus ahorros. El principio de los multifondos es ofrecer opciones de inversión que contienen diferentes mix de rentabilidad y riesgo.

The background features a blue-tinted image with financial data. On the left, there are stacks of coins. In the center and right, there are bar charts and line graphs. The text is overlaid on a dark blue semi-transparent rectangle.

2

Importancia, limitaciones y riesgos de la asesoría previsional

Asesoramiento de inversiones

- El asesoramiento de inversiones agrega valor en la medida que contribuye a tomar mejores decisiones, cuando la información y el conocimiento está desigualmente distribuido.
- Asesorar en materia de inversiones, especialmente a personas de menor patrimonio e información, involucra una gran responsabilidad y es una función para la que se requiere calificación, aplicación y transparencia.
- Si bien las asesorías de inversión pueden ayudar a que las personas tomen decisiones informadas, su funcionamiento fuera del perímetro regulatorio puede tener efectos adversos relevantes.
- De allí la importancia de distinguir entre asesores de inversión regulados (sujetos a una serie de exigencias legales y normativas y bajo vigilancia de un organismo fiscalizador) y aquellos que se presentan como tales sin estar sujetos a supervisión alguna.
- Tal es el caso de los denominados **asesores previsionales masivos**, respecto de los cuales la evidencia registrada en el último tiempo da cuenta que representan riesgos relevantes para la estabilidad financiera local.
- Estos agentes no deben ser confundidos con los asesores previsionales que hoy regula el Título XVII del DL 3.500.

La información, la educación, la asesoría y la economía del comportamiento son útiles para ayudar a las personas a tomar mejores decisiones.

- La información que las entidades de asesoría autorizadas deben entregar, se encuentra fuertemente regulada para evitar que los inversionistas tomen decisiones contrarias a su propio interés, sean manipulados en beneficio de terceros o reciban información errónea o inexacta.
- Lo anterior se refleja, por ejemplo, en requerimientos específicos para informar periódicamente el CAE de los créditos; rentabilidades y costos de productos de inversión; contenido de las cartolas; así como advertencias (*“rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras”*).

La información, la educación, la asesoría y la economía del comportamiento son útiles para ayudar a las personas a tomar mejores decisiones.

- En el caso de las asesorías financieras, la regulación local para agentes y corredores de bolsa contempla requisitos de idoneidad, la rendición de un examen de conocimientos y mecanismos para prevenir conflictos de interés. Además, las normas obligan a estos agentes entregar asesorías que resulten conformes al perfil de riesgo bajo una lógica de “conocimiento del cliente”.
- En otras jurisdicciones, la regulación de las asesorías financieras también tiene una perspectiva de conducta de mercado, proveer información clara de costos o potenciales conflictos de interés, y la obligación de actuar en el mejor interés del asesorado.

En materia previsional, la regulación de estos aspectos es aún más importante.

- Los efectos de tomar decisiones incorrectas en materia previsional, no se perciben en el corto plazo y pueden ser irreversibles. Por ello, la Superintendencia de Pensiones (SP) publica información general del sistema y las AFP entregan información particular a los afiliados. Asimismo, la licitación periódica de la cartera de nuevos afiliados y la asignación de fondos por defecto, son mecanismos que ayudan a los afiliados con menos información.
- En Chile, la asesoría previsional es una actividad regulada por la SP únicamente cuando se realiza de **manera personalizada**, es decir, cuando toma en consideración las situaciones particulares de los afiliados.

Las asesorías financieras pueden contribuir a mejorar el bienestar de las personas, pero no están exentas de riesgos cuando son ejercidas sin regulación y fiscalización.

Beneficios	Riesgos por falta de regulación y fiscalización
<ul style="list-style-type: none">Entrega de antecedentes permite tomar decisiones de inversión más informadas y acordes al nivel de aversión al riesgo individual.	<ul style="list-style-type: none">Asesores con conocimientos inadecuados.
	<ul style="list-style-type: none">Falta de transparencia y eventual entrega de información falsa, inexacta o carente de fundamentos técnicos.
	<ul style="list-style-type: none">Conflictos de interés, los que se exacerban si el agente puede afectar el precio de los activos.

Una distinción importante para la regulación de asesorías financieras es si estas son personalizadas o genéricas.

- En el Reino Unido, todas las asesorías financieras son reguladas, con independencia de si son personalizadas o generales. En Australia, la asesoría de inversión de fondos de pensiones siempre se considera como personalizada y, por ende, obligada a sujetarse a regulación y fiscalización especial.
- Cabe destacar que los efectos sobre el portafolio de inversión de alguien que sigue una recomendación, no dependen si ésta fue personalizada o genérica. Sin embargo, esto deja de ser cierto si los asesores colectivos tienen la capacidad de influir sobre los precios de mercado.

Los conflictos de interés pueden ser más relevantes mientras más masivas sean las asesorías financieras.

- Las recomendaciones genéricas pueden tener la capacidad de provocar cambios masivos y simultáneos en los portafolios de los asesorados, lo que a su vez puede incidir en los precios de los activos que componen tales portafolios. Esta dinámica de precios se ha observado en Chile.
- El asesor financiero cuenta con información que le permite anticipar movimientos en los precios de activos en los que pudiera tomar una posición propia o en interés de terceros relacionados, y así obtener retornos.

Además de regular a los asesores financieros, otras jurisdicciones limitan o restringen los movimientos de los ahorros previsionales.

- En países con sistemas de capitalización individual o mixtos, no son inusuales limitaciones a la libertad de elegir el destino de la inversión de los ahorros previsionales.
- En general tienen un número acotado de multifondos, con restricciones a los perfiles de riesgo a los que se puede acceder, en función de la edad de los afiliados o con un perfil de riesgo por administrador de fondos.
- Algunas jurisdicciones, además, limitan el número de cambios entre fondos que se pueden realizar en un período de tiempo (por ej: 1 o 2 cambios al año).

A line graph with a dark blue overlay. The graph shows two lines, one blue and one brown, fluctuating over time. The blue line is generally higher than the brown line. The background is a light blue grid. The word "Visits" is visible in the top left corner. The numbers 12, 14, 16, 18, 20, and 22 are visible along the bottom axis. A dark blue circle containing the number 3 is positioned to the left of the main text.

3

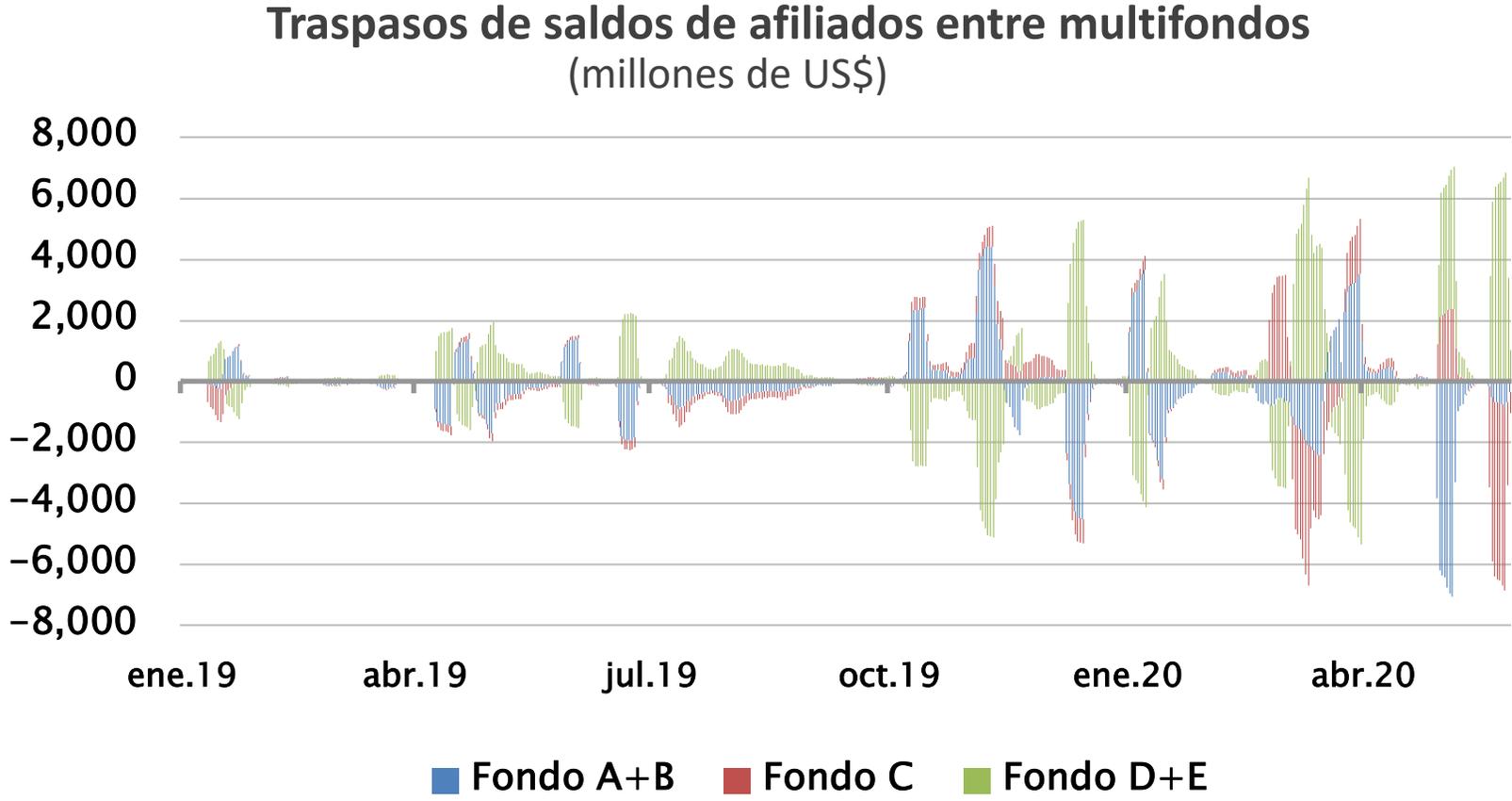
Movimientos masivos de
afiliados y estabilidad
financiera

Los movimientos masivos de afiliados afectan la estabilidad financiera local.

Relación afiliados y cambios

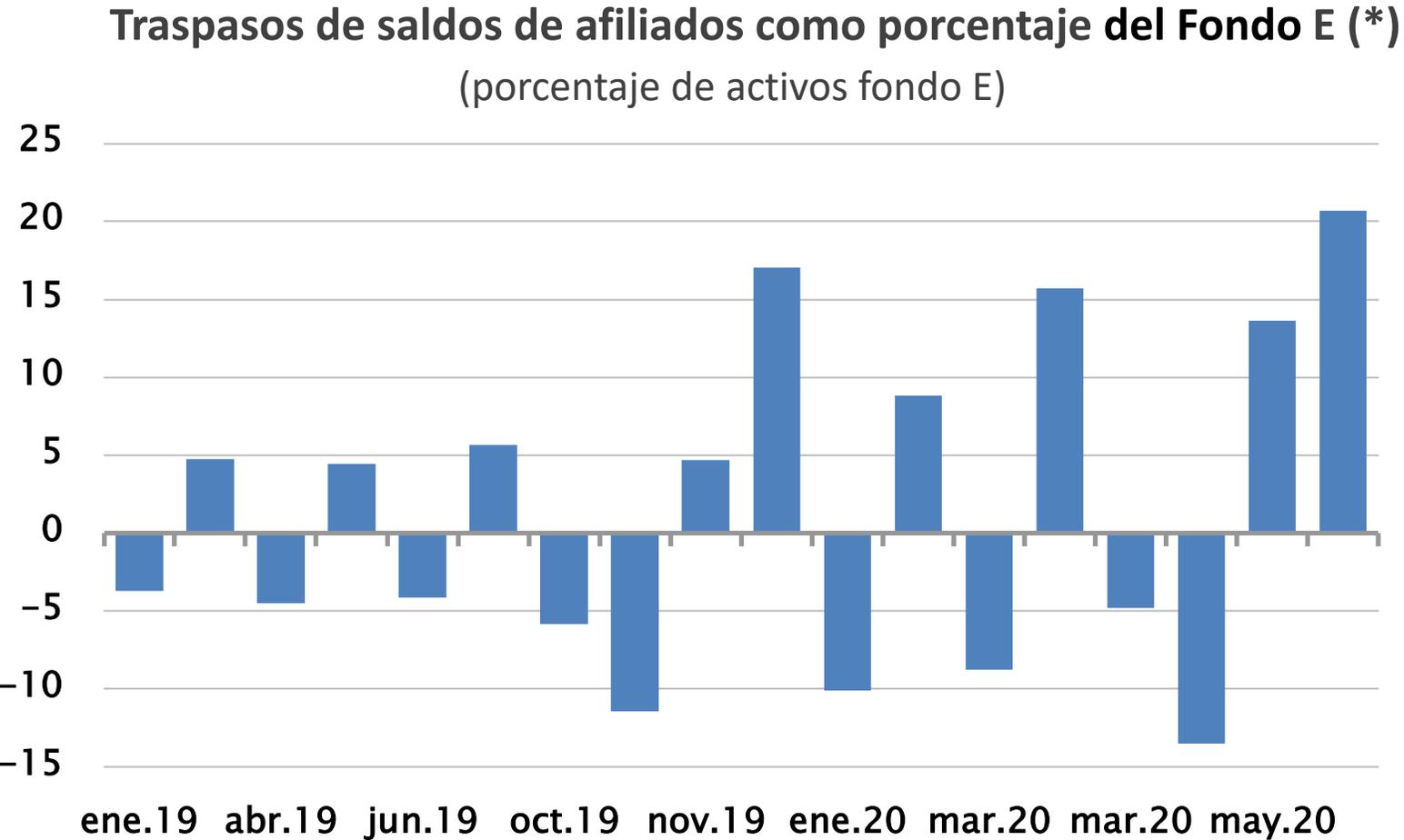
	Una vez	Frecuentemente
Un afiliado	<ul style="list-style-type: none">Los portafolios se ajustan con leves cambios en precios.	<ul style="list-style-type: none">Los portafolios se ajustan con leves cambios en precios.La empresa financiera puede identificar afiliados más activos y ofrecerles un producto diferente (a otro precio).
Muchos afiliados	<ul style="list-style-type: none">Los portafolios se ajustan con cambios que potencialmente son relevantes en precios.	<ul style="list-style-type: none">Los portafolios se ajustan con cambios que potencialmente son relevantes en precios.La empresa financiera debe adaptar su estrategia de inversión a una más ineficiente para acomodar cambios.

Esto se materializa en que 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

Los traspasos recientes, expresados como % de los activos del Fondo E, alcanzan en los últimos registros más del 20% de sus activos. Este Fondo está invertido fundamentalmente en Chile.

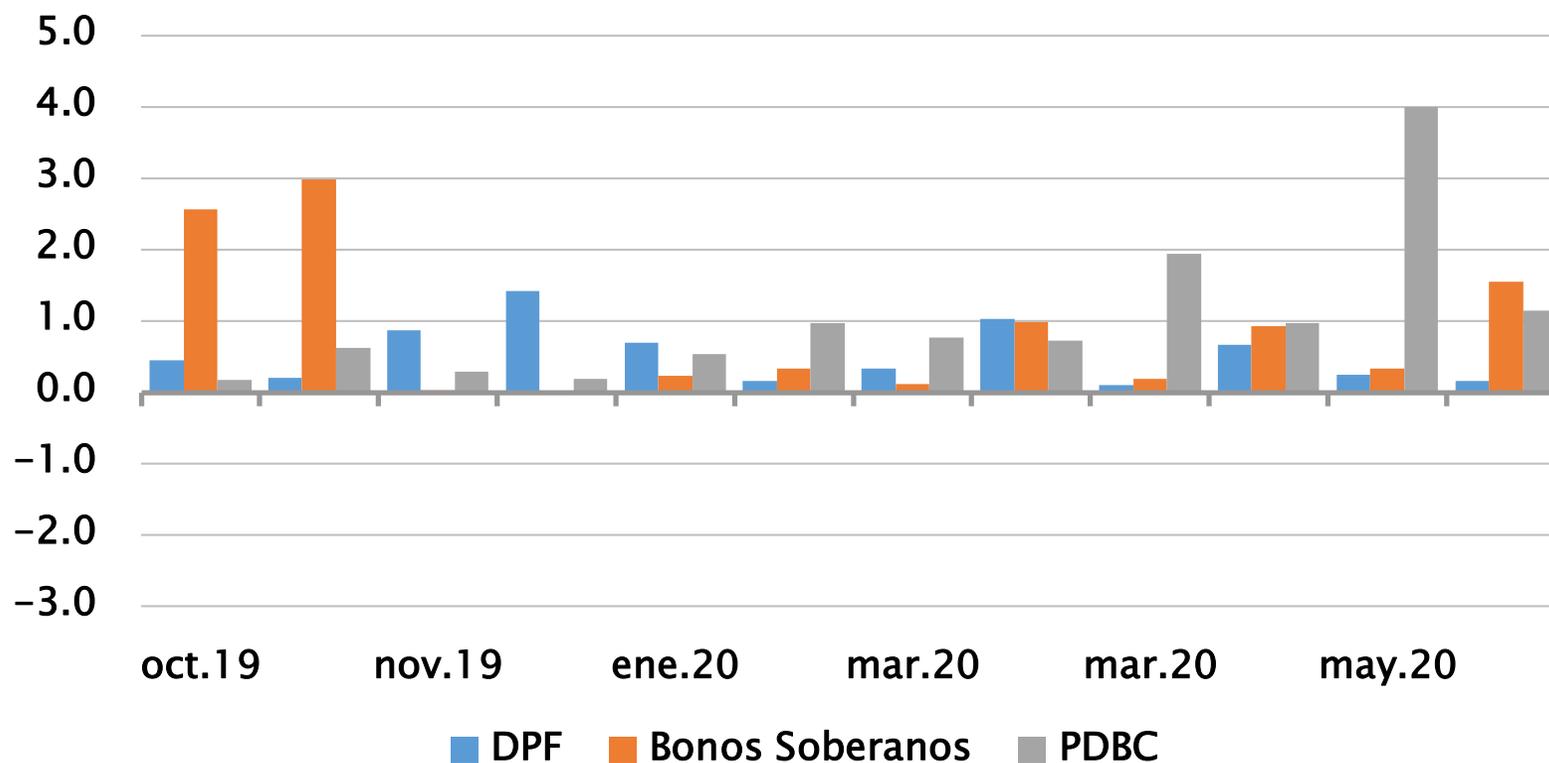


(*) Suma de 5 días de traspasos netos de fondo hacia el fondo E (positivos) y hacia fondos A y C (negativos)

Así, los ajustes de portafolio en torno a las fechas de cambio tienen impactos significativos en instrumentos locales, presionando los precios financieros.

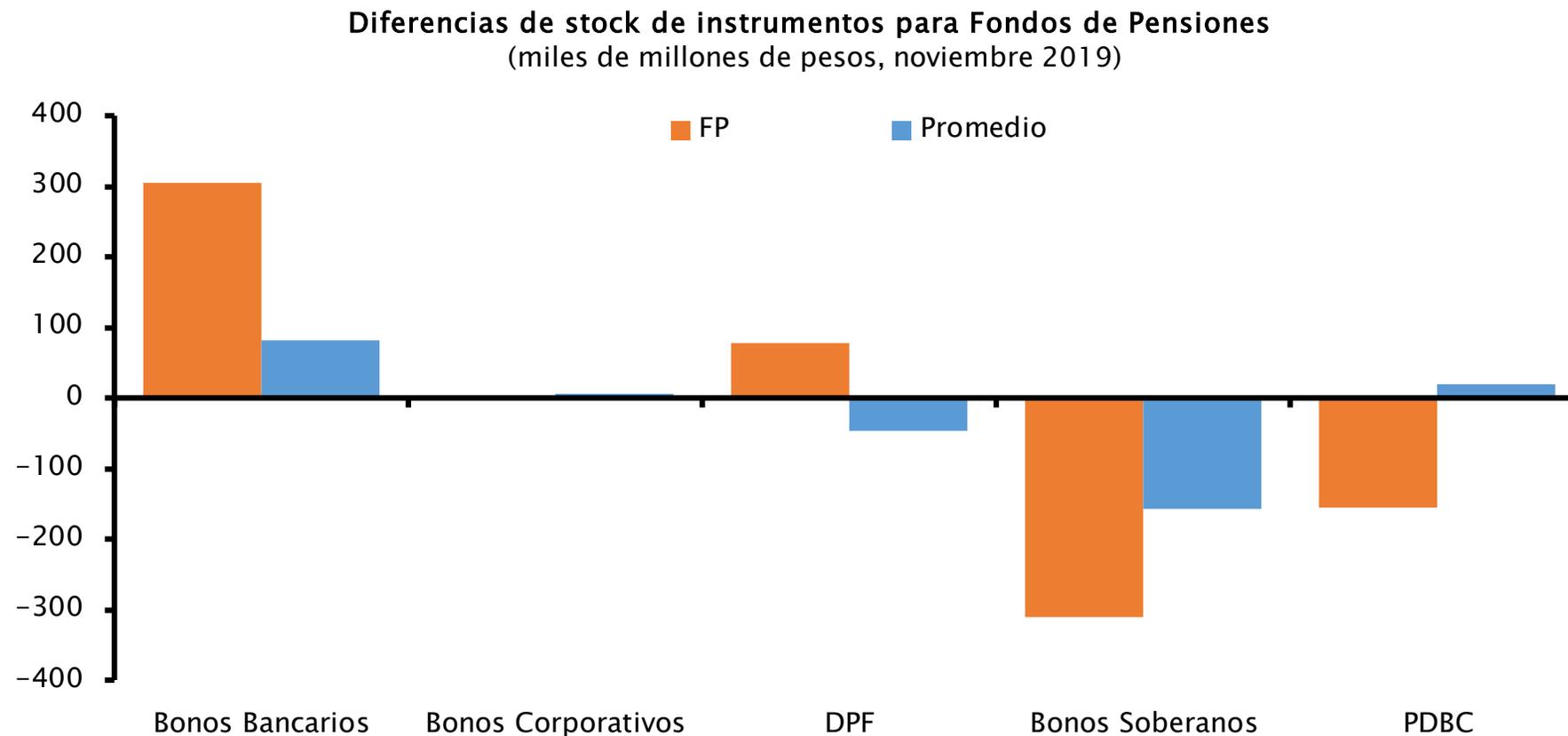
Transacciones en activos claves de FP en torno a fechas de traspasos (*)

(veces volumen negociado promedio)



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

El recuadro del IEF reporta lo observado durante la pasada 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.

Los resultados anteriores tienen respaldo 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.

Una arista relevante en estos cambios de multifondos es que tienen incidencia en el precio del dólar.

- 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 en la dirección contraria, una liquidación de divisas.

The background of the slide is a composite image. On the left, there are several stacks of coins of varying heights, with the tallest stack on the right. The coins are dark in color. Overlaid on this is a semi-transparent blue grid containing a financial data table. The table has several columns with numerical values and the letters 'ATO'. The overall color scheme is blue and white.

4

Lecciones de políticas de la asistencia técnica

Recomendaciones de la OCDE a partir de experiencia internacional comparada en regulación de asesores previsionales y cambios entre fondos de pensiones: Regulación de asesores.

- La definición de asesoría financiera debiese diferenciar entre asesoría personalizada, general y entrega de guías.
- Todos los asesores que realicen recomendaciones de inversión debiesen estar sujetos a requisitos de registro y cualificaciones mínimas.
- Se debiese prohibir prácticas comerciales que afecten negativamente a los consumidores.
- Se debe transparentar los conflictos de interés, incluyendo a aquellos asesores que, en virtud del número de personas que siguen sus recomendaciones, se pueden beneficiar.
- Los asesores deben cumplir con “deber de cuidado”, y sus recomendaciones deben ser precisas y no prestarse a equívocos.

Recomendaciones de la OCDE a partir de experiencia internacional comparada en regulación de asesores previsionales y cambios entre fondos de pensiones: Cambios de fondos.

- Es apropiado 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.
- Es apropiado imponer barreras implícitas a los cambios de fondos: Por ejemplo, requerir que el cliente confirme un cambio o establecer un plazo de procesamiento del cambio.
- Hacer que los fondos se rebalancen de manera automática con la edad del afiliado, puede ayudar a minimizar cambios de fondos (target – date funds).

Reflexiones finales

- La prestación de servicios financieros de asesoría de inversión, corresponde a una actividad que puede aumentar el bienestar de las personas, pero que produce riesgos por lo que debiese ser regulada.
- Dada la naturaleza de largo plazo y el propósito del sistema de pensiones, toda asesoría previsional debería ser considerada individual y estar sujeta a las regulaciones apropiadas para limitar los riesgos para el afiliado y para terceros.
- Las asesorías de inversión masivas o no personalizada que se presten en forma remunerada o que sean habituales, y que pueden incidir en la elección del tipo de fondo de pensiones, amplifican los potenciales riesgos de conflictos de interés, toda vez que el volumen de los fondos de los asesorados permite afectar los precios de mercado.
- En este caso, parece particularmente necesaria una respuesta regulatoria desde la perspectiva de conducta de mercado, por lo que el BCCh estima prudente que esta actividad sea incorporada al perímetro de la SP y de la CMF.

Reflexiones finales

- Asimismo, la asesoría previsional masiva tiene externalidades negativas ya que puede tener efectos sobre la estabilidad financiera, los que parece necesario abordar desde una perspectiva regulatoria más amplia.
- El BCCh estima que las indicaciones presentadas por el Ministerio de Hacienda (plazo para materializar los cambios de fondos de hasta 30 días y cambios sólo entre fondos adyacentes) son una forma de mitigar los riesgos para la estabilidad financiera, sin llegar a los niveles de restricción a los movimientos de fondos observados en otras jurisdicciones.

Proyecto de Ley sobre Transparencia y Reforzamiento de Responsabilidades de los Agentes de los Mercados (Boletín n°10.162-05)



Mario Marcel C.
Presidente

Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados – 10 de junio de 2020



Anexo

Aspectos jurídico-regulatorios
adicionales

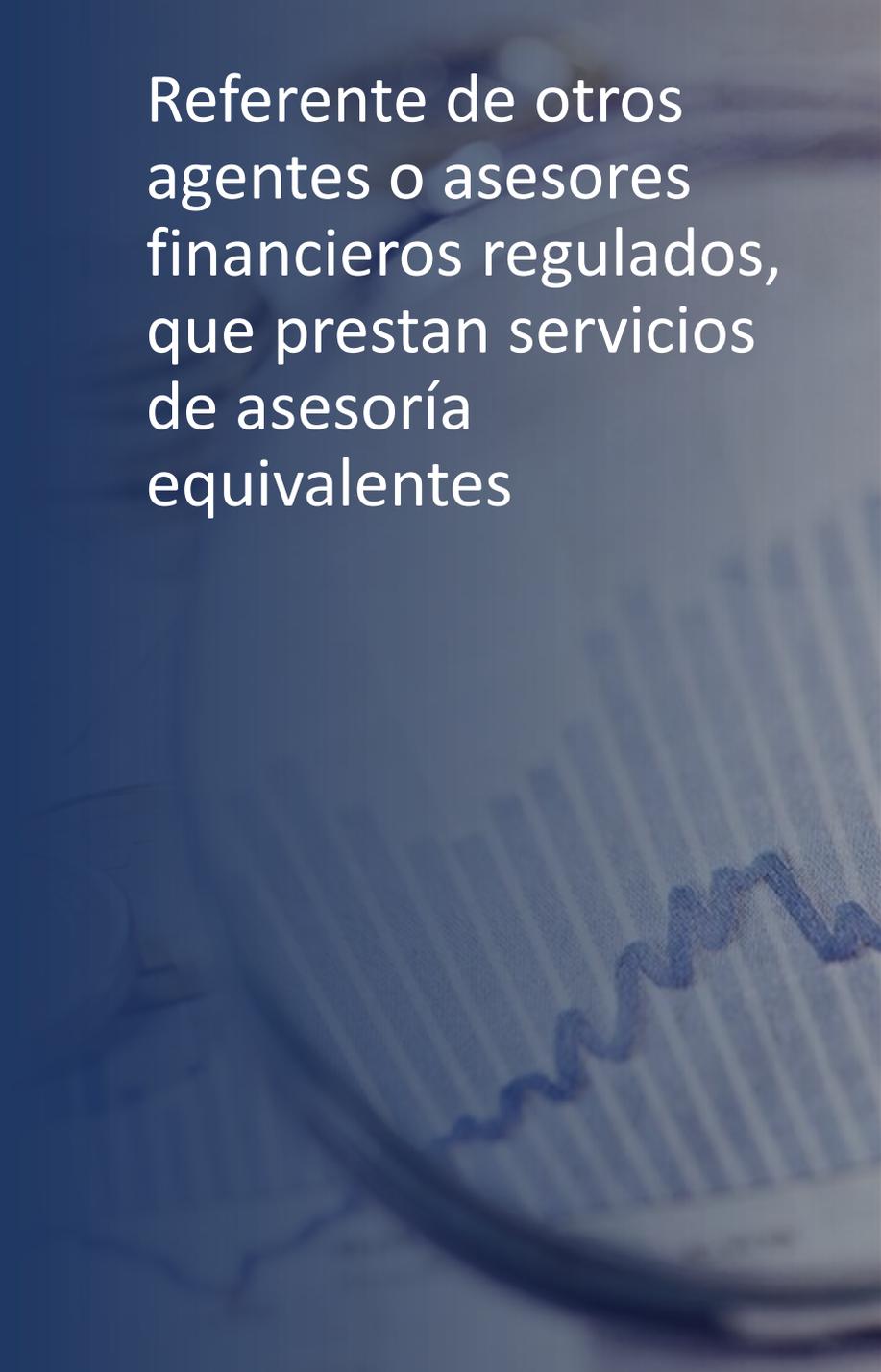


La historia de la Ley 19.795 que creó el sistema de multifondos, revela que sus fines son muy distintos a los cambios promovidos por asesores previsionales masivos.

- De acuerdo con la historia legislativa, la creación de un Sistema de Multifondos (2002) tenía como finalidad permitir a los afiliados lograr una distribución de cartera más acorde a sus preferencias y necesidades, en cuanto a riesgo y rentabilidad.
- Ello considerando que distintos afiliados podían tener diferentes preferencias en relación a la composición del portafolio de sus Fondos de Pensiones, que se reflejan en distintos grados de aversión al riesgo.
- En este sentido, la creación de multifondos buscaba permitir el ejercicio de las preferencias por parte de los afiliados, generando un aumento de su bienestar. A modo de ejemplo, afiliados más jóvenes deberían poder optar por un Fondo de Pensiones con un mayor nivel de riesgo y retorno esperado, de forma tal de aumentar el valor esperado de su pensión. Mientras que afiliados de mayor edad o ya pensionados, deberían optar por un Fondo de mínimo riesgo, de forma de minimizar las fluctuaciones en el valor de su pensión.
- Por lo tanto, claramente el diseño legal de este sistema nunca tuvo como propósito que los afiliados realizaran una gestión activa de sus ahorros previsionales, buscando maximizar retornos en el corto plazo por la vía de “ganarle al mercado”

Motivación y racionalidad del Sistema de Multifondos

- El Sistema de Multifondos fue incorporado por indicación sustitutiva del Poder Ejecutivo de 29.05.2001 (Boletín 2628-13, amplía alternativas en materia de inversión de los FP), pasando de dos Tipos de Fondo (1 y 2), a un total de cinco por cada Administradora.
- Para justificar la necesidad del nuevo Sistema, se **planteó que la posibilidad de invertir en una cartera de inversiones cuyo riesgo está asociado al horizonte de inversión del afiliado**, esto es el tiempo que le falta para cumplir la edad legal para pensionarse, y la posibilidad que tiene de recuperarse de períodos de bajos retornos, **permite elevar el valor esperado de la pensión de éste, y haría posible aumentar la eficiencia con la que el Sistema de Pensiones logra su objetivo fundamental** (acceder a mejores pensiones).
- **Se esperaba que el Sistema permitiera a los afiliados lograr una distribución de cartera más acorde a sus preferencias y necesidades, en cuanto a riesgo y rentabilidad**, vinculado con los distintos grados de aversión al riesgo de los afiliados, lo que se traduce en diversas preferencias en la composición del portafolio de sus FP.
- **Efectos positivos esperados del Sistema:** mejor asignación de recursos por mayor especialización de las inversiones de los FP; incentivos a los afiliados a obtener información sobre la inversión de sus ahorros; mejoramiento del servicio que entregan las AFP; y participación de los afiliados en la elección de carteras.



Referente de otros agentes o asesores financieros regulados, que prestan servicios de asesoría equivalentes

- En el mismo sentido, nuestra legislación ya contempla la regulación de eventuales conflictos de interés y requisitos de idoneidad para quienes otorgan recomendaciones de inversión:
 - Título VI ley 18.045 regula la actividad, requisitos de idoneidad para los agentes de valores y corredores de Bolsa. Además se contempla la rendición de un examen para asegurar la calidad de quienes presten asesoría.
 - NCG 380 de la CMF Regula el Actuar de los Corredores de Bolsa, Agentes de Valores y Corredores de Bolsa de Productos respecto de su relación con el cliente, en donde se tratan en forma pormenorizada los cuidados y mecanismos que deben implementar estas compañías para prevenir conflictos de interés entre el otorgamiento de recomendaciones de inversión a sus clientes, y la inversión de los recursos propios, para lo cual se implementan murallas chinas y otros mecanismos.
 - Asimismo, esta norma contempla la obligación de entregar asesorías a sus clientes que resulten conformes a su perfil de riesgo, bajo la lógica de “conocimiento del cliente”, así como una serie de derechos y obligaciones de información acerca de la entidad de las inversiones y los riesgos asociados.

Mensaje de la indicación sustitutiva al proyecto de ley que modifica el decreto ley nº3.500, de 1980, en materia de inversiones de los fondos de pensiones.

“La posibilidad de invertir en una cartera de inversiones cuyo riesgo está asociado al horizonte de inversión del afiliado, esto es el tiempo que le falta para cumplir la edad legal para pensionarse, y la posibilidad que tiene de recuperarse de períodos de bajos retornos, permite elevar el valor esperado de la pensión de éste, hará posible aumentar la eficiencia con la que el Sistema de Pensiones logra su objetivo fundamental: entregar a sus afiliados un ingreso que permita reemplazar en forma adecuada a aquel que obtenían durante su vida activa”.

Límites estructurales de los fondos de pensiones.

	Fondo A			Fondo B			Fondo C			Fondo D			Fondo E		
	Min	Max	Actual	Min	Max	Actual	Min	Max	Actual	Min	Max	Actual	Min	Max	Actual
Renta Fija estatal	30%	40%	40%	30%	40%	40%	35%	50%	50%	40%	70%	70%	50%	80%	80%
Inversión en el exterior por fondo	45%	100%	100%	40%	90%	90%	30%	75%	75%	20%	45%	45%	15%	35%	35%
Títulos Restringidos	10%	20%	20%	10%	20%	17%	10%	20%	14%	10%	20%	10%	-	-	-
Activos Alternativos	5%	15%	10%	5%	15%	8%	5%	15%	6%	5%	15%	5%	5%	15%	5%
Deuda en moneda extranjera sin cobertura cambiaria (% de la inversión)	50%			50%			50%			50%			50%		
Renta Variable (límite máximo)	80%			60%			40%			20%			5%		
Renta Variable (límite mínimo)	40%			25%			15%			5%			-		
Inversión en el exterior total	Min = 30%; Max = 80%; Fijado en 80%.														