



## RECUADRO V.1

# REGULACIÓN DE ASESORES PREVISIONALES Y ESTABILIDAD FINANCIERA

La incorporación de los multi-fondos el año 2002 al sistema de pensiones chileno tenía como objetivo aumentar el valor esperado de las pensiones, permitiendo a los afiliados tomar un nivel de riesgo alineado con su horizonte de inversión, y a su perfil de riesgo particular. También se esperaba que la reforma fuera beneficiosa para el mercado de capitales en general, porque al permitir una mayor diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones aumentaría la eficiencia de la asignación de los recursos en la economía<sup>1/</sup>.

En el diseño de los multi-fondos, una de las características centrales del sistema es que, dentro de distintas combinaciones de riesgo/retorno, otorga a los afiliados amplia libertad para escoger el destino de sus ahorros, en función de sus preferencias particulares. Sin embargo, esta libertad de elección está circunscrita a ciertos límites que buscan minimizar la posibilidad de pérdidas para los afiliados, especialmente cuando están pensionados o próximos a serlo. Por ejemplo, las personas que están a menos de 10 años de la edad legal de jubilación no pueden asignar sus ahorros previsionales al fondo más riesgoso. Asimismo, de acuerdo a la edad de las personas, se asignan a un fondo por defecto los ahorros de los afiliados que no deciden activamente a qué fondo asignarlos.

Durante los últimos años, beneficiándose de la libertad de elección contemplada en el sistema, han aparecido asesores previsionales no regulados que provocan distintos efectos no deseados, al entregar de manera periódica recomendaciones genéricas a los afiliados al sistema para cambiar la asignación de fondo de sus ahorros previsionales<sup>2/</sup>.

El número de afiliados que reasignan los fondos de sus ahorros previsionales, sea por recomendación de estos agentes o por voluntad propia no es despreciable (200.000 en enero de este año, según información de la Superintendencia de Pensiones). Esta reasignación más activa de los ahorros entre los distintos fondos de pensiones es un fenómeno que se empezó a producir después de la crisis financiera global del año 2008 (Berstein et al., 2011).

En este Recuadro se analizan los riesgos asociados a este tipo de asesorías, tanto para la protección de los fondos de los afiliados, como para el apropiado funcionamiento del mercado de capitales.

### Riesgos de los servicios de asesoría previsional

Los servicios de asesoría previsional, al igual que otros servicios de asesoría financiera, en general, permiten que las personas puedan tomar decisiones informadas, acordes a sus necesidades y nivel de aversión al riesgo, lo que debiera contribuir a mejorar su bienestar. Esto es especialmente relevante cuando las personas tienen bajos niveles de educación financiera<sup>3/</sup>.

Sin embargo, los asesorados están expuestos a diferentes riesgos, tales como: contratar servicios a asesores que no cuenten con los conocimientos adecuados; recibir información falsa, inexacta o carente de fundamento técnico; y que el servicio sea provisto por agentes que tengan conflictos de interés con las recomendaciones que realizan, por lo que no necesariamente benefician al cliente.

Estos conflictos de interés pueden verse exacerbados en el caso de asesores previsionales, según es posible verificar tanto en Chile como en otras jurisdicciones. Estas recomendaciones pueden tener la capacidad de provocar cambios masivos en los portafolios de los afiliados asesorados y, en consecuencia, incidir en los precios de los activos que componen tales portafolios. Esta dinámica facilita que el asesor cuente 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.

Los riesgos señalados han llevado a que la asesoría financiera, y en particular la previsional, sea una actividad regulada en varios países de altos ingresos. Por ejemplo, en el Reino Unido la asesoría financiera es regulada con independencia de si ésta es personalizada o general. Por el contrario, en la Unión Europea y Australia únicamente la asesoría personalizada es regulada, aunque en este último país la asesoría de inversión de fondos de pensiones siempre se considera como personalizada.

Entre los requisitos que esas jurisdicciones contemplan para esta actividad están: el cumplimiento de requisitos mínimos de idoneidad y conocimientos para el asesor; la obligación de proveer información clara al cliente acerca de costos o potenciales conflictos de interés; y la obligación de actuar siempre en el mejor interés del asesorado.

### Externalidades negativas de la asesoría previsional

En el caso de países con sistemas de capitalización individuales o mixtos, que además permiten a los afiliados elegir en qué tipos de

<sup>1/</sup> Historia de la Ley 19.795.

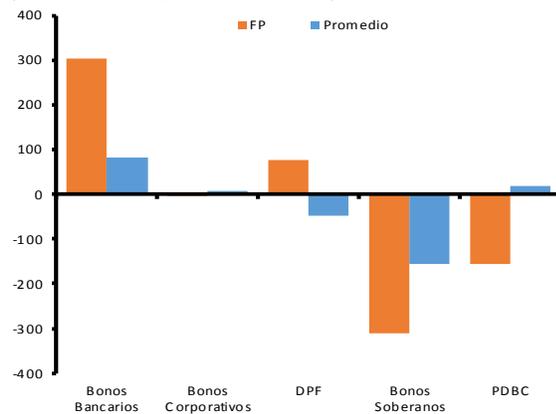
<sup>2/</sup> La asesoría previsional personalizada está regulada por el D.L. 3.500.

<sup>3/</sup> De acuerdo a la prueba PISA 2015, un 38% de los estudiantes chilenos no alcanzaban competencias mínimas en alfabetización financiera.

fondo invertir sus ahorros previsionales, las asesorías previsionales masivas pueden incidir en la estabilidad financiera.

En Chile, dado el tamaño de los fondos de pensiones, los cambios abruptos y masivos en los portafolios pueden producir presiones importantes sobre los precios de los activos en los mercados locales. Un ejemplo de lo anterior son los ajustes de portafolio de los fondos de pensiones ocurridos a mediados de noviembre de 2019 (gráfico V.1) y que provocaron grandes fluctuaciones en las tasas soberanas.

**GRÁFICO V.1**  
**Diferencias de stock de instrumentos para Fondos de Pensiones**  
 (miles de millones de pesos, noviembre 2019)



(\*) 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.

Otro efecto de estas asesorías previsionales masivas es que, para responder a estos reajustes abruptos de portafolio, los fondos de pensiones aumentan su inversión en recursos líquidos —los cuales tienen una menor rentabilidad relativa— afectando así el retorno de todos los participantes del fondo (Da et al., 2017).

### Situación regulatoria en Chile

Los asesores previsionales pueden realizar recomendaciones respecto a distintas materias relacionadas con el sistema de pensiones, incluyendo sugerencias de inversión, y están regulados de manera conjunta por la Superintendencia de Pensiones (SP) y la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Entre las exigencias de esta regulación está cumplir con requisitos de idoneidad, conocimientos, garantías, responsabilidades y contenido mínimo de los contratos. Esta regulación es aplicable siempre y cuando la asesoría sea realizada de manera personalizada.

Sin embargo, los asesores previsionales que emiten recomendaciones de cambio de fondo no personalizadas no se encuentran sometidos a la fiscalización conjunta de la SP y la CMF.

De esta forma, la situación actual, en que confluyen la existencia de asesores previsionales no regulados y un sistema de multi-fondos de pensiones que permite a los afiliados ajustar sus portafolios de inversión libremente, tiene como resultado que existen asesores previsionales con la capacidad de incidir en los precios de mercado y, consecuentemente, con alta exposición a los riesgos descritos previamente.

### Posibles respuestas regulatorias

Para hacerse cargo parcialmente de esta situación, en el año 2015 se presentó en el Congreso un Proyecto de Ley que, entre otras cosas, incorpora a los asesores previsionales masivos al perímetro regulatorio de la SP, otorgándole facultades para, entre otras cosas, establecer contenidos mínimos en los contratos entre el asesor y sus clientes o exigir al asesor estándares de idoneidad y conocimiento mínimos. Lo anterior debiera permitir mitigar los riesgos de conflictos de interés, y evitar que se entregue información falsa. Ello debiese contribuir a proteger a los afiliados, a desarrollar un mercado adecuado de asesores previsionales, y a aumentar la transparencia e integridad del mercado de capitales local.

No obstante, aun cuando esto pudiera tener efectos para disciplinar la conducta de mercado, no necesariamente va a resolver las externalidades negativas que producen los cambios masivos entre fondos de pensiones.

Como se mencionó previamente, el régimen de multi-fondos busca que las personas escojan el nivel de riesgo adecuado a su perfil individual. De esta forma, los cambios de multi-fondos debiesen obedecer más a cambios en el perfil de riesgo del afiliado que a una búsqueda de retornos de corto plazo, por lo que recomendaciones de inversión debiesen enfocarse en las características específicas del afiliado.

Por otro lado, la evidencia empírica sugiere que rebalances frecuentes en los fondos de pensiones tiene efectos negativos sobre el retorno de largo plazo (Fuentes et al., 2018 y Da et al., 2017). Un estudio reciente de la Superintendencia de Pensiones concluye que más del 70% de los afiliados que se ha traspasado de fondo, en el período comprendido entre marzo 2014 y enero 2020, ha tenido un peor desempeño que si se hubiera quedado en su fondo original o en la estrategia por defecto<sup>4/</sup>.

En esta línea y, reconociendo que los cambios de fondo pueden ser positivos para los afiliados cuando no se hacen con el objeto de tener ganancias de corto plazo, otras jurisdicciones han abordado estas problemáticas mediante la imposición de límites a la frecuencia con que los afiliados a un sistema de pensiones pueden re-balancear sus portafolios, o mediante restricciones al tipo de fondo al que puede acceder cada afiliado (tabla V.12).

<sup>4/</sup> Nota Técnica N°6: Evolución y desempeño de los cambios de fondos (Superintendencia de Pensiones, 2020).

**TABLA V.12**  
**Limitaciones y restricciones a inversión en fondos 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 riesgosos
Colombia	Tres perfiles de riesgo	Un cambio cada seis meses Es necesario cambiar administrador para cambiar perfil de riesgo	
Costa Rica	Un perfil de riesgo por administrador		
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
México (hasta ene-2020)	Perfiles de riesgo varían con la edad del afiliado	Solo se pueden realizar cambios luego de 3 años	Personas mayores de 60 son transferidas al fondo más conservador
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	

Fuente: Banco Central de Chile.

### Reflexiones finales

Los movimientos masivos entre multi-fondos, gatillados por recomendaciones genéricas de asesores previsionales, pueden provenir de motivaciones originales con conflictos de interés y tener efectos sobre la estabilidad financiera. Lo anterior requiere buscar respuestas de política que incluyan regulación y supervisión de los asesores financieros.

A su vez, sería conveniente recoger las experiencias de otras jurisdicciones para minimizar los efectos negativos que los cambios frecuentes de multi-fondos representan, resguardando además los efectos positivos asociados a que cada persona pueda elegir un nivel de riesgo acorde a su perfil. La experiencia de otras jurisdicciones es diversa, algunos cuentan con un menor número de fondos que el sistema local<sup>5/</sup>, otros imponen límites anuales a los cambios entre fondos, o los acotan sólo a los fondos vecinos.

<sup>5/</sup> Una de las recomendaciones de la Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de Pensiones el año 2015 fue disminuir los multi-fondos desde cinco a tres.