

**SESIÓN ORDINARIA 183a DE LA COMISIÓN DE HACIENDA,
CORRESPONDIENTE AL PERÍODO LEGISLATIVO 2018-2022, CELEBRADA EL
DÍA MIÉRCOLES 10 DE JUNIO DE 2020 DE 15:30 A 19:30 HORAS.**

SUMARIO

La presente sesión, tiene por objeto tratar el proyecto de ley, iniciado en Mensaje que “Modifica las leyes N°s 18.045 y 18.046, para establecer nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de los mercados (Boletín N° 10.162-05), con urgencia calificada de “Suma”.

La Comisión recibió a las siguientes personas:

1.- Ann Clark Guzmán, Presidenta de la Asociación Gremial de Asesores Previsionales de Chile AGAP.

2.- Gino Lorenzini Barrios, representante de organización Felices y Forrados.

3.- Alejandro Ferreiro Yazigi, ex Superintendente de AFP, Valores y Seguros.

4.- Jeannette Jara Román, Exsubsecretaria de Previsión Social.

5.- Mario Marcel, Presidente del Banco Central.

Se dio inicio a la sesión a las 15:38 horas.

1. ASISTENCIA

Asistieron los diputados señores(a) Cid, Sofía; Jackson, Giorgio; Lorenzini, Pablo; Melero, Patricio; Monsalve, Manuel; Núñez Daniel (Presidente); Ortiz, José Miguel; Pérez, Leopoldo; Ramírez, Guillermo; Santana, Alejandro; Schilling, Marcelo; Sepúlveda, Alexis; Von Mühlenbrock, Gastón. Otros diputados: Auth, Pepe; Cicardini, Daniella; Hernando, Marcela; Ossandón, Ximena.

Actuó como Secretario Abogado de la Comisión la señora María Eugenia Silva Ferrer y como abogado ayudante el señor Sebastián Flores Cuneo.

2. CUENTA

Se han recibido los siguientes documentos:

1.- Oficio del Senado por el cual comunica que ha aprobado, en primer trámite constitucional, el proyecto, iniciado en mensaje, que "Establece un beneficio para los trabajadores independientes que indica, para proteger sus ingresos ante las dificultades generadas por la propagación de la enfermedad Covid-19 en Chile". BOLETÍN N° 13542-05 (SEN) (213/SEC/20), con urgencia calificada de "Discusión Inmediata".

2.- Se recibe excusa de asistencia para esta sesión, del señor Eduardo Engel Goetz, Exintegrante de la Comisión Asesora Presidencial de Gobierno anterior.

3.- Se recibe carta de la Diputada señora Ximena Ossandón Irrarrázabal, mediante la cual solicita a esta Comisión de Hacienda tener a bien dar tramitación en calidad de proyecto de fácil despacho, de conformidad a lo dispuesto en el Párrafo 12 del Título II del Libro Segundo del Reglamento de la Cámara de Diputados, al proyecto de ley contenido en el Boletín N° 11.300-06, que declara día feriado nacional el 24 de junio de cada año en conmemoración de los Pueblos Originarios.

4.- Se reciben hoy más de 600 correos masivos de personas naturales, solicitando a los integrantes de esta Comisión, puedan rechazar el Bol 10162-05, que se encuentra en Tabla.

3. VARIOS

La Comisión acordó celebrar una sesión especial el día lunes 15 próximo, de 11:00 a 13:30 horas para recibir al Ministro de Hacienda y a representantes de asociaciones de trabajadores independientes, en el contexto del proyecto de ley que establece un beneficio para los trabajadores independientes que indica, para proteger sus ingresos ante las dificultades generadas por la propagación de la enfermedad Covid-19 en Chile N° Boletín: 13542-05. Asimismo, acordaron celebrar una sesión especial el día lunes 15 próximo, desde las 15:30 y hasta total despacho del proyecto de ley que establece un beneficio para los trabajadores independientes que indica, para proteger sus ingresos ante las dificultades

generadas por la propagación de la enfermedad Covid-19 en Chile N° Boletín: 13542-05.

4. ORDEN DEL DÍA

En primer lugar, la Comisión recibió a la señora Ann Clark Guzmán, Presidente de la Asociación Gremial de Asesores Previsionales de Chile. Comenzó señalando que una persona sin trabajo, un Trabajador en edad legal de pensionarse, una viuda o viudo y/o sus hijos y una persona enferma y/o discapacitada que ya no puede trabajar por pérdida de capacidad laboral, tienen todos en común que se encuentran en una situación de vulnerabilidad, y son los asesores previsionales los que les ayudan a tomar decisiones correctas. Entre las funciones que los asesores realizan durante la vida activa del trabajador destacó conversar y dar opciones viables que ayuden a las personas a tomar decisiones para su futuro; establecer objetivos cuantificables y realizables para evitar frustración; explicar la normativa y las opciones disponibles; establecer objetivos de pensión; realizar proyecciones de pensión con diferentes modalidades de ahorro; realizar planes de ahorro previsional. Por otra parte, durante la vida pasiva, los asesores previsionales cumplen funciones como conversar, contener y tranquilizar al afiliado que está por tomar este paso; ayudarlo a tomar las decisiones de acuerdo a su capacidad formativa entregando la información normativa necesaria para la toma de decisiones; ayudarlo y apoyarlo en su vulnerabilidad.

En lo específico, realizan las siguientes tareas:

- Análisis de beneficios del pilar solidario
- Revisar cotizaciones anteriores a 1981
- Solicitar y revisar alternativa de bono de reconocimiento
- Revisar cotizaciones pagadas
- Preparar presentación de invalidez a comisión médica
- Acompañar trámite de invalidez
- Realizar apelaciones de dictámenes
- Iniciar trámites de pensión de invalidez, sobrevivencia, vejez y pensión anticipada
- Recoger certificados de saldo
- Solicitar y pagar seguros complementarios
- Solicitar ofertas externas
- Revisar y evaluar alternativas de modalidad de pensión de acuerdo a la situación particular del afiliado
- Realizar informe final con recomendaciones respaldado en la normativa vigente y normativa por venir
- Finalizar el trámite de selección de modalidad

Por otra parte, se refirió a los requisitos para ser asesor previsional son

- Comprobar conocimientos cada 5 años. (Rendición de examen, reprobada al menos el 70% de los postulantes)

- Estar inscrito en el Registro de Asesores Previsionales
- Contratación de pólizas de garantía y responsabilidad civil

Destacó lo prescrito en el art.171 del Decreto Ley 3500

“Esta asesoría deberá prestarse con total independencia de la entidad que otorgue el beneficio”

Agregó que el proyecto de ley busca igualar el trabajo del Asesor Previsional con el del “Agente de Inversiones Masivo”. Sin embargo, consideró que el “Agente Financiero Masivo” no conoce a su cliente, no conoce la realidad de la persona asesorada. En conclusión: no cumplen con el objeto de la asesoría previsional (art. 171)

Preguntó ¿cuáles son los riesgos de permitir la operación de esos agentes de inversiones masivos bajo el nombre de asesoría previsional? ¿Cómo protegemos a un afiliado de una asesoría agente de inversiones masivo (mal llamada Asesoría Previsional) de parte de personas que no los conocen ni se preocupan de su situación particular, necesidades e intereses y que desconocen su efecto final en la vida del afiliado?

Cuando se utiliza el nombre de asesores previsionales para definir otros profesionales, se genera confusión pública. El asesor previsional se preocupa de todos los temas previsionales de forma independiente y de acuerdo a la situación particular de los afiliados. El agente de inversiones masivo se preocupa de temas financieros generales.

Continuó señalando que este proyecto de ley desvaloriza el aporte social y previsional de los asesores, Al proponer rebajar nuestros honorarios desde 2% a 1,5% manteniendo el tope de 60UF (desde 2008)

- El valor social y la dignidad de tener pensionados tomando decisiones informados. (57% no recibe Asesoría Previsional)
- El tiempo y costo invertido en la capacitación financiera, previsional y tributaria necesaria para realizar la labor de asesor previsional
- La ley debiera poner en valor lo mejor del sistema, buscando resguardar a los afiliados.

De acuerdo a la recomendación de la Superintendencia de Pensiones y de la Comisión para el Mercado Financiero los ingresos son similares, en mediana y promedio, a los ingresos de trabajadores con niveles educacionales equivalentes y en ramas de actividad económica y en oficios comparables según CASEN 2017.

El 54% de los Asesores Previsionales cierra a lo más un negocio al mes.

El aumento en los costos los últimos 12 años, dentro de los cuales están la obligatoriedad de cotizar desde el año pasado, el pago de IVA por parte de Entidades Previsionales y el nulo reajuste del tope desde el año 2008.

Señaló que los agentes previsionales no son una figura comercial, no intermedian nada, sino que otorgan Asesoría Previsional y sin embargo se nos regulan nuestros ingresos como si lo fuéramos. Se supone que su objetivo es pensionar a las personas bajo alguna modalidad, pero esa no es la razón por la que existimos en la ley. Los Asesores

Previsionales, educan, orientan y ayudan a tomar decisiones, las que muchas veces derivan en no pensionarse.

Formuló las siguientes propuestas

1. Regular a los Agentes de Inversiones masivos exigiéndoles lo siguiente:
 - Pruebas de conocimientos específicos en mercados financieros.
 - Pólizas de seguros que los hagan responsables de posibles perjuicios.
 - Que sean regulados por la Comisión para el Mercado Financiero.
 - Pertenecer a un registro Independiente de Agentes Financieros Masivos
 - Prohibición absoluta de educar, asesorar o sugerir temas previsionales.

2. (art. 180) reservar el uso de la denominación “asesor previsional”, “asesoría” y “asesoría previsional” a los inscritos vigentes en el registro de asesores previsionales y prohibir a cualquier otra institución previsional, personas naturales o jurídicas sugerir, publicitar, o autodenominarse como asesor u ofrecer servicio de asesoría en esta materia.

3. (Art. 179) Mantener la comisión por asesoría previsional vida pasiva en un máximo de 2% con tope de la Renta Imponible vigente.

4. (Art. 179) La Asesoría Previsional es un derecho de todo trabajador. Quienes paguen por la Asesoría Previsional de los afiliados deben ser las Instituciones que administran los fondos de los pensionados o a los que se les transfieran finalmente.

5. (Art. 173) Póliza de seguros de Garantía y de Responsabilidad Civil (sin posibilidad de boleta de garantía), ofrecido por institución privada y/o pública en caso de no haber oferta privada o que esta no sea razonable.

6. (Art. 174) Para ser asesor previsional, se debe exigir que la persona no haya participado de ningún hecho financiero ni previsional que haya afectado al interés público ya sea como asesor previsional, agente de seguros, empleado de AFP y/o cía. de seguros.

7. (Art. 32) No estamos de acuerdo con la limitación de cambios de fondos hacia Fondos Adyacentes.

8. (Art. 173) No estamos de acuerdo con el cambio del término “específico” por “exclusivo”.

Concluyó señalando que comparten la preocupación del Banco Central sobre la consejería masiva por cambios de fondos previsionales, como también la preocupación del Superintendente de Pensiones, Osvaldo Macías: "Lo primero que se debería hacer, es regular este tipo de asesores que recomiendan cambio de fondos, ponerlos bajo el perímetro regulatorio de la Superintendencia: que se registren, que se inscriban acá, que se revisen los mensajes que envían, la veracidad de lo que dicen, y los resultados de lo que recomiendan.

Sin embargo, estas personas son Agentes de Inversiones Masivos, y no pueden ser llamados Asesores Previsionales pues no cumplen con el objeto descrito en el art. 171 que dicen relación con el conocimiento de la situación particular de los afiliados.

Los Asesores Previsionales son un aporte en la vida de las personas a las que aconsejan, buscando la mejor opción de acuerdo a su realidad y a sus expectativas. Buscan aportar a las mejoras del sistema con propuestas que sean justas y responsables.

En segundo lugar, expuso el señor Gino Lorenzini. Comenzó destacando que se han introducido indicaciones al proyecto de ley en estudio, que impactan sustantivamente la regulación de los fondos de pensiones. Actualmente, por ley, se dispone un día para efectuar los cambios de fondos, pero una norma administrativa ha establecido que estos se materialicen en 4 días, lo que por sí ya afecta la libertad de las personas y su derecho de propiedad. Recordó que la Cámara ya rechazó en el proyecto de ley que “Mejora pensiones del sistema de pensiones solidarias y del sistema de pensiones de capitalización individual, crea nuevos beneficios de pensión para la clase media y las mujeres, crea un subsidio y seguro de dependencia, e introduce modificaciones en los cuerpos legales que indica”, boletín 12.212, la facultad de la Superintendencia para determinar los plazos que demoran los cambios de fondos. El riesgo de establecer 30 días para los cambios de fondos, y sólo permitir cambios entre fondos adyacentes, consiste en que una persona tardaría hasta 120 días para traspasar sus fondos, por ejemplo, desde el fondo A al E. Graficó la magnitud de una medida como la propuesta, a partir del 11% de pérdida que sufrió el fondo E en poco más de 30 días con la crisis social de octubre. Explicó que esto se puede evitar en un plazo de 4 días, pero es imposible en 30 días o más. Algo parecido ocurrió con el fondo A en marzo, que se desplomó en un 17% en marzo en 30 días, recuperándose muy rápido. Estimó que la propuesta descrita implicaría una inconstitucionalidad, ya que discriminaría a la gente de menores ingresos, frente a quienes pueden tener una cuenta 2 o un APV, ya que a estos últimos la norma planteada no se aplica.

El arbitraje es otro riesgo que se debe evitar. Este podría perjudicar al cotizante, en tanto la orden de comprar o vender se podría materializar conforme al peor precio de un periodo de hasta 30 días.

Agregó que existe un estudio de la Superintendencia de Pensiones, la Nota Técnica N°6, publicado en mayo de 2020, que carece de autor, lo que llama profundamente la atención. A pesar de su fecha de publicación, el estudio abarca el periodo comprendido entre marzo de 2014 y enero de 2020, sesgando la pérdida de marzo de 2020. Debería haberse actualizado a abril de 2020, para dar cuenta de las bajas y recuperaciones. Destacó que el mismo estudio da cuenta que en el periodo observado un 41% de los afiliados sólo ha realizado un traspaso de fondos. Observó que hacer un estudio tomando en cuenta un porcentaje de personas tan alto que sólo se cambió una vez, distorsiona los números.

Explicó que a pesar de estos sesgos, el estudio indica que hay “ganadores con la estrategia” de cambios de fondos: 300 mil chilenos que han logrado rentar más.

		Hombres	Mujeres	Total
Número de afiliados que traspasaron fondos		713.563	484.957	1.198.520
Diferencia rentabilidad estrategia menos inicial	Promedio	-5,5%	-5,6%	-5,6%
	Mediana	-5,2%	-5,3%	-5,2%
Diferencia rentabilidad estrategia menos defecto	Promedio	-4,5%	-4,4%	-4,4%
	Mediana	-3,7%	-3,6%	-3,6%
Ganadores estrategia	Fondo inicial	186.608 (26,2%)	116.829 (24,1%)	303.437 (25,3%)
	Fondo defecto	198.228 (27,8%)	129.787 (26,8%)	328.015 (27,4%)

Fuente: Superintendencia de Pensiones

Continuó refiriéndose al estudio de la OCDE publicado el 3 de junio de 2020, por el Ministerio de Hacienda en su sitio en internet. El estudio, también sin autor, fue comentado por el Ministro de Hacienda al presentar las indicaciones, pero equivocó la referencia al caso peruano que allí se describe, en tanto no tardan los cambios de fondos 2 años en tal país, sino entre 6 y 36 días. También omitió el caso de Israel, en el que los cambios tardan sólo 3 días y Costa Rica, en el que existe sólo un fondo bien gestionado. Adicionalmente, hizo presente que Reino Unido, Canadá, Irlanda, Italia, Japón, EEUU, Turquía, Islandia, España tienen fondos ilimitados para elegir. Llamó a discutir este tema con toda la información disponible, y no sólo con aquella que resulta conveniente para una determinada posición.

Por otra parte, señaló que la deuda del Estado de Chile hoy es cercana a un 27%. En 2008, era de un 3,4%. Esto es relevante, porque la deuda se financia en cerca de un 21% con los fondos de pensiones.

Añadió que existen estudios que revelan un mejor rendimiento en los fondos de pensiones de inversores activos, quienes ganan retornos más altos ajustados por riesgo que los inversores pasivos, tal como atestigua el trabajo de Magnus Dahlquist "Individual Investor Activity and Performance".

Respecto a la inconstitucionalidad de la propuesta, por vulneración del derecho de propiedad, puso como ejemplo su caso particular de ahorro previsional. En su cambio del 1 de abril, su AFP le informa ganancia de 5,74% en 12 meses versus pérdidas de -9,96% Fondo A o -0,04% en Fondo E. Agregó que antes de 1999, sólo Fondo C y AFP asumían pérdidas. Preguntó ¿Por qué no se devuelve la ley a 1998 y todos al Fondo C sin pérdidas? Gracias a seguir los consejos de su empresa, ha conseguido una ganancia neta, en 15 años de cotizaciones, de \$7.532.248. Preguntó ¿Por qué restringen cambios de fondo sin restituir riesgo de pérdida? ¿Es constitucional afectar un derecho de propiedad de cambiarse de fondo?

En cuanto a la asimilación que el proyecto pretende introducir entre lo que realizan los profesionales de Felices y Forrados y los asesores previsionales, enfatizó en que aquellos son asesores financieros de carácter general. Quieren estar regulados bajo la CMF y no por la Superintendencia de Pensiones.

Por otra parte, señaló que el proyecto de reforma de pensiones N°12.212 contempla la posibilidad de que el Superintendente de Pensiones pueda sugerir masivamente cambios al fondo B, al mismo tiempo que se les restringe a actores privados a hacer lo mismo,

monopolizando esta atribución. A su vez, las indicaciones obligan el otorgamiento de una garantía de 60 mil UF a quien quisiera brindar asesoría, aunque fuera gratuita, frente a una garantía de 5 mil UF que se exigen a las AFP, que son las que administran el dinero. Estimó que esto atenta contra la libertad de opinión. Asimismo, atenta contra la libertad económica facultar a la Superintendencia de Pensiones eliminar este tipo de asesorías por interés público. Agregó que resulta inoportuno forzar la aprobación de estas indicaciones con urgencia, como también lo es no enviarlas a la Comisión de Trabajo y Seguridad Social.

Concluyendo, formuló dos caminos alternativos. El primero, volver a la regulación de 1998, estableciendo un único fondo C y traspasando el riesgo de pérdidas a las AFP, o bien, el segundo, permitir cambios de fondo en 1 día, regular a empresas como Felices y Forrados, sin boleta de garantía o con una de valor más proporcional, no permitir a la Superintendencia sugerir masivamente cambios de fondos, permitir a las personas sugerir cambios de fondos en virtud de su libertad de opinión y no establecer condenas de cárcel por dar sugerencias que no impliquen conflictos de intereses.

A continuación, expuso el señor Alejandro Ferreiro Yazigi, Ex Superintendente de Pensiones y de Valores y Seguros. Inició su presentación señalando que tres aspectos parecen dignos de mención especial en la regulación que se propone:

a) Inclusión de asesores de estrategias de inversión al perímetro regulatorio de la Superintendencia de Pensiones.

b) Desconcentración de las ejecuciones de cambios de fondos.

c) Abuso de información privilegiada (conflictos de interés). Este tema, si bien se insinúa en el proyecto, no resuelve bien el problema.

a) Regulación:

a. Es imprescindible e impostergable, dado el impacto y los riesgos que la situación actual genera.

b. Hoy existe gran asimetría: regulación estricta para asesores previsionales que participan en la actividad de apoyo a la selección de modalidad de pensión y a la realización de dicho trámite (con muy bajo riesgo sistémico) y total desregulación para quienes, mediante sus recomendaciones, inciden en movimientos de fondos por más de US\$ 10.000 millones con apreciable impacto en el valor de cotización de los activos financieros involucrados.

c. Contenido de la regulación propuesta parece, esencialmente, adecuado.

Ella incluye:

i. Registro. Inclusión de estos asesores en el registro que al efecto lleva la Superintendencia de Pensiones

ii. Garantías. Rango amplio en monto exigible. Conviene aquí precisar obligaciones y sanciones eventuales, puesto que eso ayudaría a discernir la suficiencia de las garantías exigibles. ¿Qué daños serían resarcibles? ¿Quiénes serían los titulares del derecho a indemnización?

iii. Obligaciones asociadas a prevenir publicidad engañosa. Necesidad de establecer formatos regulados para evaluar rentabilidades obtenidas. Es una regulación financiera esencial para proteger a los consumidores.

iv. Sanciones eventuales. Aplicación de las sanciones generales que la ley dispone.

v. Amplia potestad regulatoria para la Superintendencia de Pensiones.

Cabe evaluar el mérito de que, al menos, parte de esa regulación deba ser dictada en conjunto con la CMF, dado el impacto sistémico en precios de activos y riesgos de uso indebido de información privilegiada. Adicionalmente, las buenas prácticas regulatorias sugieren que regulación sensible sea adoptada por órganos colegiados.

b) Desconcentración de traspasos.

a. El problema no debiera ser la libertad de cambiarse -especialmente si se ejerciera de manera individual y a partir de preferencias particulares (fundamento de los multifondos), sino su simultaneidad y masividad. El problema surge de la concentración en volumen y tiempo de los movimientos entre fondos, en cuanto suponen compras y ventas masivas de activos que influyen en sus precios.

b. En rigor, lo que está en juego con la regulación propuesta no es la libertad de elegir fondo, sino la de especular en el corto plazo. No parece que deba existir, o protegerse, el “derecho a especular” en el corto plazo con los ahorros previsionales, especialmente si ese “derecho” se ejerce generando las externalidades negativas que el proyecto busca evitar: Poder mercado, riesgo de abuso de información privilegiada, afectación de precios en perjuicio de quienes se cambian y también de los cotizantes pasivos, etc.

c. Ganarle al mercado de manera sistemática no parece posible, así lo revela la mayoría de la literatura financiera especializada y lo confirman los estudios de los reguladores sectoriales que comparan rendimientos de las estrategias activas y pasivas en los fondos de pensiones. Pero ganarle al mercado en “diferido” -porque 4 días hábiles transcurren entre que se formula la recomendación de cambio y que esta se ejecuta- es derechamente imposible.

d. Esta es, probablemente, la parte más polémica y sensible del proyecto, puesto que, más allá del mérito de las restricciones, ellas efectivamente suponen acotar libertades hoy disponibles para los afiliados. El óptimo regulatorio sería identificar fórmulas que, minimizando restricciones, desconcentren en volumen y temporalidad las decisiones de liquidar o adquirir activos por parte de las AFP. Con todo, la propuesta del proyecto parece adecuada (mayor diferimiento de traspasos y acotarlos a fondos adyacentes), aunque podría ser perfeccionada. Desde luego, la regulación deberá velar porque la fecha y condiciones efectivas de los cambios de fondos sean plenamente conocidas por cada afiliado al ejercer y confirmar su selección o cambio de fondo.

c) Abuso de mercado: el riesgo de uso indebido de información privilegiada:

a. El problema: abuso del conocimiento que se tiene de las recomendaciones de cambio de fondo ANTES de que se difundan al público. Esa información permite anticipar y aprovechar variaciones de precios, puesto que la evidencia muestra la incidencia en tasas de interés y tipo de cambio (además de renta variable local). Hoy la ley no permite calificar como información privilegiada (IP) a la que se tenga acerca de las recomendaciones de inversión de estos asesores previsionales (FyF) antes de que se hagan públicas. Esto genera un manifiesto riesgo de abuso de mercado que hoy sería impune.

b. ¿Qué es información privilegiada?: Según artículo 164 de la Ley del Mercado de Valores.

i. La que se tiene sobre emisores o emisiones de valores en particular

ii. La que se tiene sobre decisiones de inversión de un inversionista institucional
iii. Los que constituyen hechos reservados, antes de que se divulguen al mercado.

c. Por lo tanto, hoy no sería considerada IP la que los cercanos a FF tienen sobre las recomendaciones de cambio de fondo en el período que va entre que deciden hacerlas y que se comunican al mercado. En efecto, esas recomendaciones no se refieren a emisores o emisiones de valores en particular, ni corresponden a decisiones de inversión adoptadas por inversionistas institucionales. Por ello, y aunque la analogía es clara, hoy no parece posible invocar la regulación vigente sobre información privilegiada al abuso de mercado en que pudiesen incurrir los “insiders” que conozcan el contenido y oportunidad de las recomendaciones de inversión futuras.

d. Esto debe ser corregido, puesto que no sería sancionable hoy como uso indebido de información privilegiada el eventual abuso (front running) en que pudieran incurrir quienes, sabiendo el contenido y efectos esperados de sus recomendaciones futuras, realicen operaciones en beneficio propio anticipando los efectos de sus propias decisiones.

Continuó con las exposiciones la señora Jeannette Jara Román, Ex Subsecretaria de Previsión Social. Los fondos de pensiones tienen por objetivo financiar pensiones, y parafraseando esta primera línea del informe de la superintendencia de pensiones que analiza el tema de los cambios de fondos, porque creo que ahí radica la esencia de lo que debe tenerse a vista si se habla de a regulación de los fondos de pensiones dentro de la capitalización individual.

Opinó que queda claro que la indicación que presenta el gobierno del presidente Sebastián Piñera, que busca restringir los cambios entre multifondos, subyace claramente, el hecho de que hay un interés en el mercado, en el valor de los activos, en las fluctuaciones que se producen, mas no tiene el objetivo puesto en la pensión y la suficiencia de la misma que es lo crítico del tema de las pensiones hoy.

Lo anterior, porque si hay bien se han mostrado datos que reflejan que los movimientos masivos podrían tener un impacto en los propios fondos que no sería el esperado, la medida que se propone se da en un contexto en que el afiliado se va ver restringido de la posibilidad de obtener una mejor rentabilidad o disminuir pérdidas según sus propias decisiones, es decir, se le restringe el espacio de decisión, pero no el de los riesgos. Este es un sistema que no le da garantías, que los expone a los riesgos, que reproduce las desigualdades del mundo laboral. Resultando que el cotizante que ha estado obligado por 40 años al retiro del 10% de sueldo imponible, más la cotización del seguro de invalidez y sobrevivencia y más la comisión de la AFP ahora estará obligada a que en el evento de querer cambiarse de fondo, se encuentre con una serie de bayas que restringen su opción.

Si se piensa más profundamente, en un sistema de seguridad social evidentemente que las regulaciones son muy necesarias, pero estas además van acompañadas de beneficios definidos, de garantías de que ante años cotizados se obtendrán determinadas tasas de reemplazo de pensión. Esto lo establecen los organismos internacionales claramente y como país tenemos una deuda en cuanto a la suscripción del Convenio 102 sobre seguridad social que promueve la OIT. Si este proyecto avanza en lo que a regulación de cambios de fondos se refiere, los cotizantes quedaran semi-amarrados en su búsqueda de refugio en la mitad de

una crisis. Y sin ninguna otra medida de carácter previsional de pensiones que se les aplique. La agenda del gobierno para enfrentar la crisis se reduce a eso, restricción en cambio de fondos

Por otro lado, por qué estas indicaciones, son incorporadas a un proyecto de ley cuyas ideas matrices dicen relación con la regulación al mercado de valores y las sociedades anónimas, sin embargo, la cotización previsional es un componente esencial en pilar contributivo para efectos de proveerse una pensión bajo el sistema de capitalización individual, y que como tal, debe discutirse tanto con lo principal como es la cotización, como su regulación, que son los traspasos de fondos y los derechos de los afiliados, en el marco del debate previsional, no del debate financiero.

De hecho, en el proyecto de ley que se incorpora la indicación del presidente Sebastián Piñera, y que proviene del trabajo de la comisión Engel, se trataron materias sobre el conflicto de interés, tráfico de influencia y corrupción, lo que no dice relación alguna con las ideas matrices de esta indicación. De hecho, las propuestas decían relación con (en su informe final):

- PREVENCIÓN DE LA CORRUPCIÓN Probidad y fortalecimiento de municipios. —Reforma del sistema de Alta Dirección Pública —

- REGULACIÓN DE CONFLICTOS DE INTERÉS Puerta giratoria, inhabilidades e incompatibilidades entre los sectores público y privado

- FINANCIAMIENTO DE LA POLÍTICA PARA FORTALECER LA DEMOCRACIA

- CONFIANZA EN LOS MERCADOS Atribuciones para una fiscalización eficaz de los mercados. — Revisión del gobierno de los entes fiscalizadores. —Refuerzo de los gobiernos corporativos de las empresas.

- INTEGRIDAD, ÉTICA Y DERECHOS CIUDADANOS. —Formación cívica y ética. —Creación de la oficina de Defensoría Ciudadana. —Creación de sistemas de integridad para el sector público y el sector privado.

Mas no existen recomendaciones en el informe final de dicha comisión que digan relación con restringir el traspaso que los afiliados puedan realizar de sus propios fondos de pensión. A mayor abundamiento, debe indicarse que el Banco Central ha señalado que dentro externalidades negativas de la asesoría previsional “Se observa que en los países con sistemas de capitalización individuales o mixtos, que además permiten a los afiliados elegir en qué tipos de fondo invertir sus ahorros previsionales, las asesorías previsionales masivas pueden incidir en la estabilidad financiera.”

Siendo un tema de preocupación natural de la entidad que regula la política monetaria, es evidente que la regulación a los asesores previsionales masivos debe regularse, pero esto no quiere decir, que un sistema privado de pensiones como el chileno, sigan recayendo más y más obligaciones sobre el cotizante sin ningún contrapeso. El cotizante ahorra a la fuerza, el cotizante no puede disponer de sus fondos dada la calidad de patrimonio de afectación, el cotizante paga una comisión a un mandatario quien no le responde en ningún caso por los resultados de sus gestiones y ahora la indicación legislativa espera que el cotizante además se sienta 150 días a ver como se derrumban sus fondos.

El tema es que esta medida afecta a todos los afiliados, a los que trasladan sus fondos de pensiones por una decisión propia, personal, o aquellos que siguen recomendaciones masivas, y deja en tanto ya están inmersos en un sistema que no tiene beneficios definidos, ni garantías establecidas, en la más profunda indefensión.

Cabe preguntar entonces al Ejecutivo ¿por qué 30 días? Y agregar a esta pregunta si ha hecho este proyecto con el apoyo del regulador de pensiones, ¿cuál es el fundamento para el cambio de opinión que expresó al aportar en el Proyecto Boletín 11371-13 que “introduce cambios regulatorios al sistema de capitalización individual”, un plazo de 10 días, y ahora dos años después, 30 días. Pero esto se hacía además, en un marco integral que fortalecía las exigencias a las AFP, introducía el ahorro colectivo, el reparto y una institución pública como protagonista de la nueva cotización del empleador. Aquí se trata de una medida aislada, en la mitad de una crisis de los fondos previsionales que además triplica el plazo que se había propuesto recién hace dos años y que si se mira como modificación a la ley vigente es siete veces más tiempo que el que hoy se exige.

Falta regulación de actores que prestan asesoría, sin embargo, eso no quiere decir que dentro del modelo individual que ha primado por 40 años las personas no puedan buscar la forma más adecuada para protegerse de los riesgos a que se ven expuestos sus cotizaciones previsionales. Una medida aislada como esta, no resuelve en nada la problemática de las pensiones y solo aumenta la desafección hacia el sistema de pensiones actual

Este tema debe ser revisado en la Comisión trabajo y previsión social, ya que la cotización es la obligación principal del afiliado a un sistema de pensiones que forma parte de la seguridad social.

Propuso que, si hablamos de medidas en el marco de la emergencia sanitaria, una medida efectiva del real cumplimiento del principio de solidaridad sería que las utilidades de las AFP se destinen a compensar las pérdidas de los fondos de pensiones. Finalmente, junto con lo anterior, sugiero a los diputadas y diputados que anticipen el reajuste del pilar solidario, este dinero ya que ha sido considerado en el informe financiero y hoy urge llevar a los adultos mayores a lo menos línea de la pobreza

Asimismo, revisar que aquellos que disponen de apv y en contexto de esta crisis, puedan disponer de estos recursos, sin que es cobre sobre tasa de impuesto ni pierdan el incentivo del estado a quienes mantienen ahorro previsional voluntario, ya que estamos ante una crisis y se requiere ingresos monetarios para poder realizar las cuarentenas.

A continuación, expuso el Presidente del Banco Central, señor Mario Marcel Cullell. Expresó que el Proyecto introduce modificaciones a diversos cuerpos legales con el objetivo de perfeccionar el marco regulatorio vigente que regula 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, los 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.

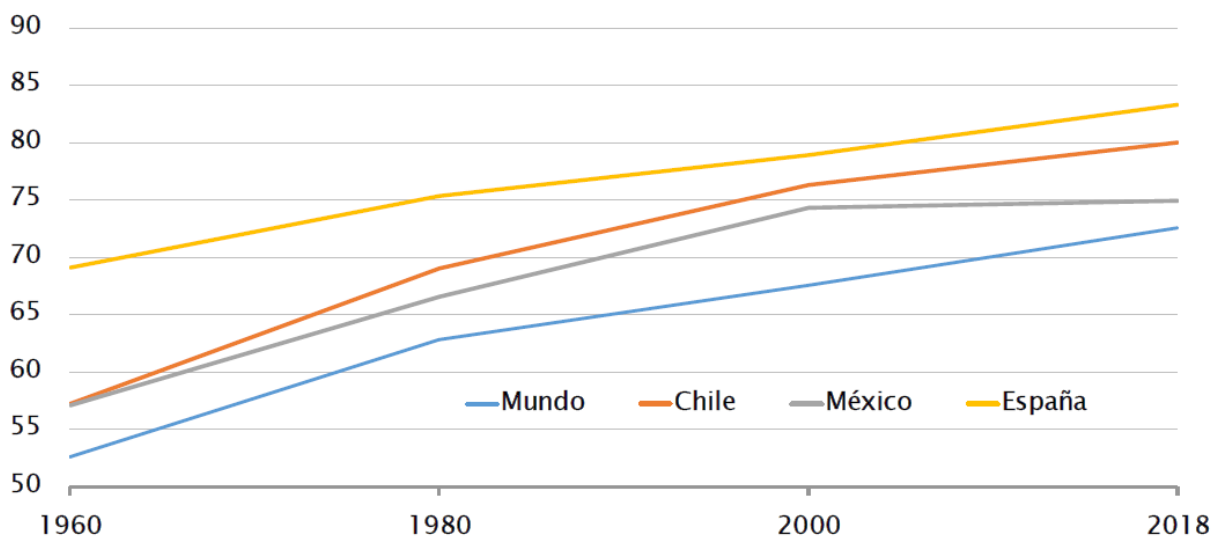
La Ley Orgánica Constitucional encarga al Banco la responsabilidad de “velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos”. En particular, el BCCh asocia el segundo de estos dos mandatos a la promoción y preservación de la estabilidad financiera entendida como “la capacidad del sistema financiero de realizar sus

funciones con normalidad, o sin disrupciones 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.

Con este propósito, el IEF del Primer Semestre de 2020 incluyó un recuadro sobre “Regulación de Asesores Previsionales y Estabilidad Financiera”, 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.

Los objetivos de largo plazo del sistema de pensiones y decisiones de inversión de corto plazo. El aumento de la esperanza de vida involucra proveer soluciones robustas para el bienestar económico de los trabajadores al momento del retiro

Esperanza de vida al nacer: años



Fuente: Banco Mundial

Los sistemas de pensiones buscar 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 tienen 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

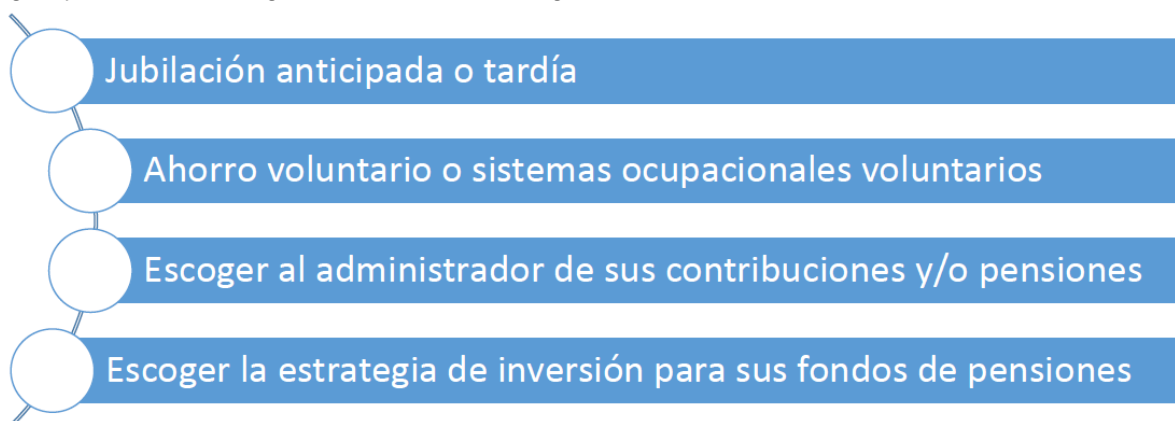
a través de ahorro voluntario. Por último, el sistema de pensiones de un determinado país tiene que ser económicamente sostenible en el tiempo.

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.

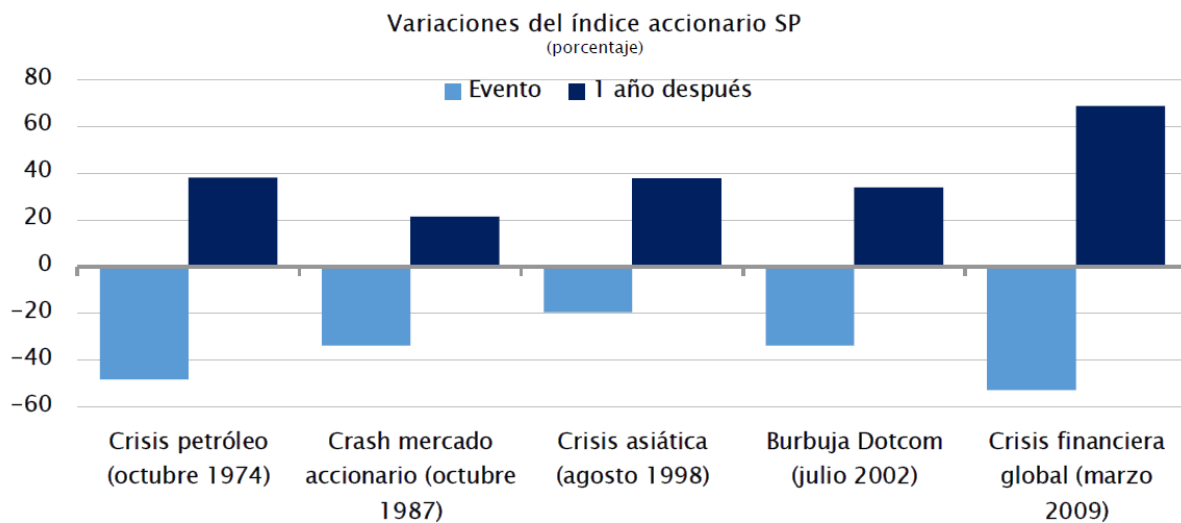
Limitaciones y restricciones para sistemas de pensiones selectos

Pais	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	

Fuente: Informe de Estabilidad Financiera primer semestre 2020

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 de 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

Lo anterior se deriva en 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.

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

Se refirió a la importancia, limitaciones y riesgos de la asesoría previsional. 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 (que se encuentran sujetos a una serie de exigencias legales y normativas y bajo la 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”).

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
Entrega de antecedentes permite tomar decisiones de inversión más informadas y acordes al nivel de aversión al riesgo individual	Asesores con conocimientos inadecuados.
	Falta de transparencia y eventual entrega de información falsa, inexacta o carente de fundamentos técnicos
	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 esta 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 (ej: 1 o 2 cambios al año).

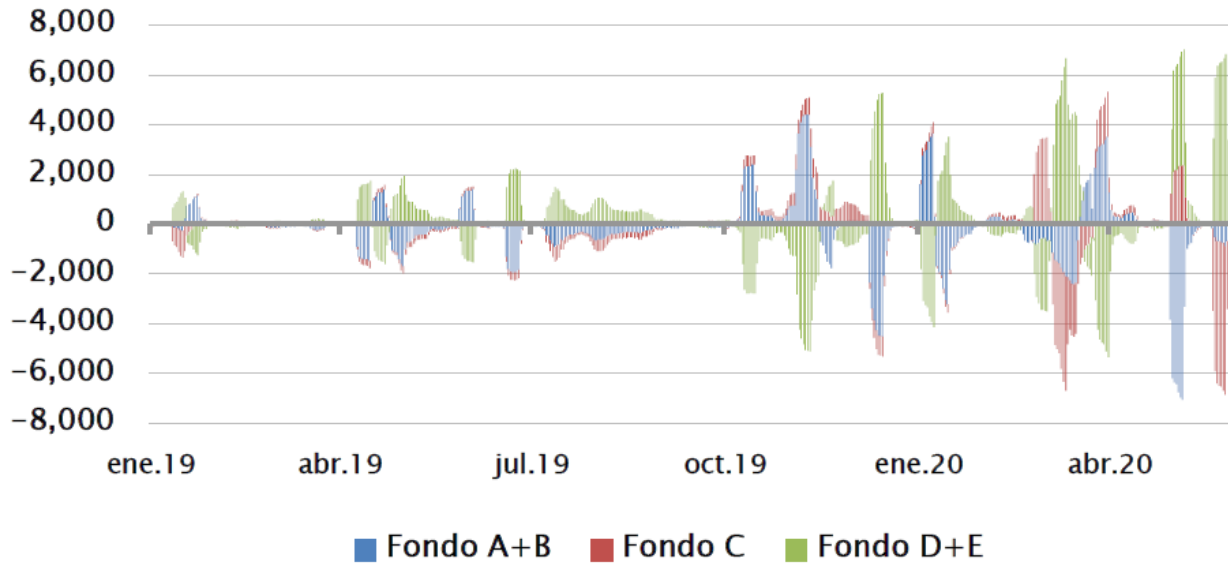
Expuso en seguida sobre los movimientos masivos de afiliados y estabilidad financiera. Señaló que los movimientos masivos de afiliados afectan la estabilidad financiera local.

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.

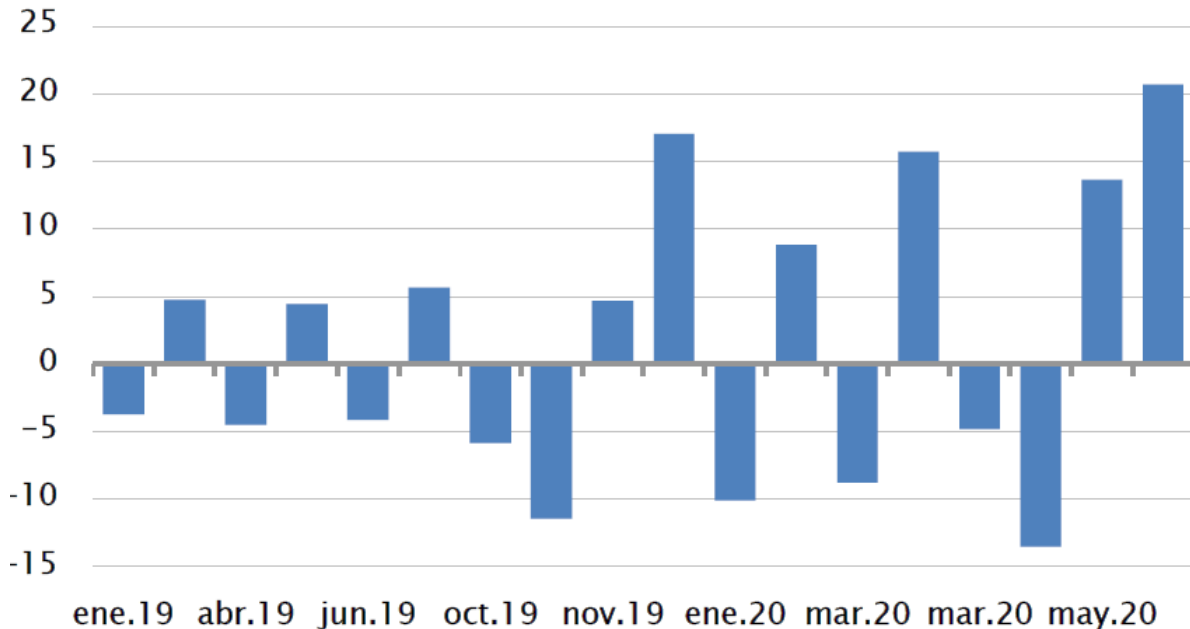
Esto se materializa en que los traspasos de saldos entre multifondos han crecido de manera relevante durante los últimos dos años.

Trasposos de saldos de afiliados entre multi-fondos (millones de US\$)



Los trasposos 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.

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

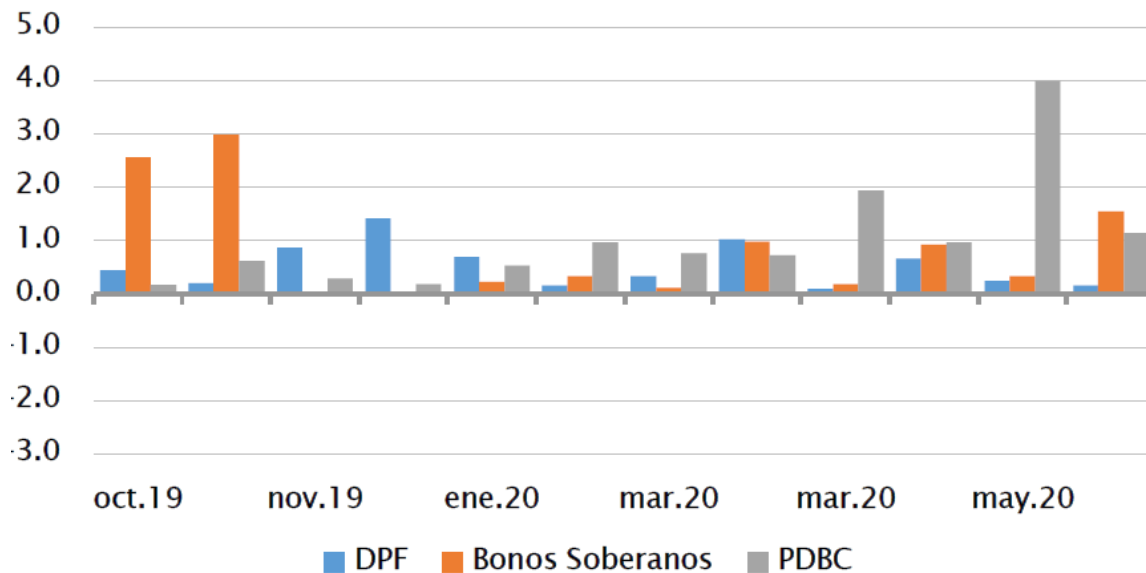


(*) Suma de 5 días de trasposos netos de fondo hacia el fondo E (positivos) y hacia fondos A y C (negativos)

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

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

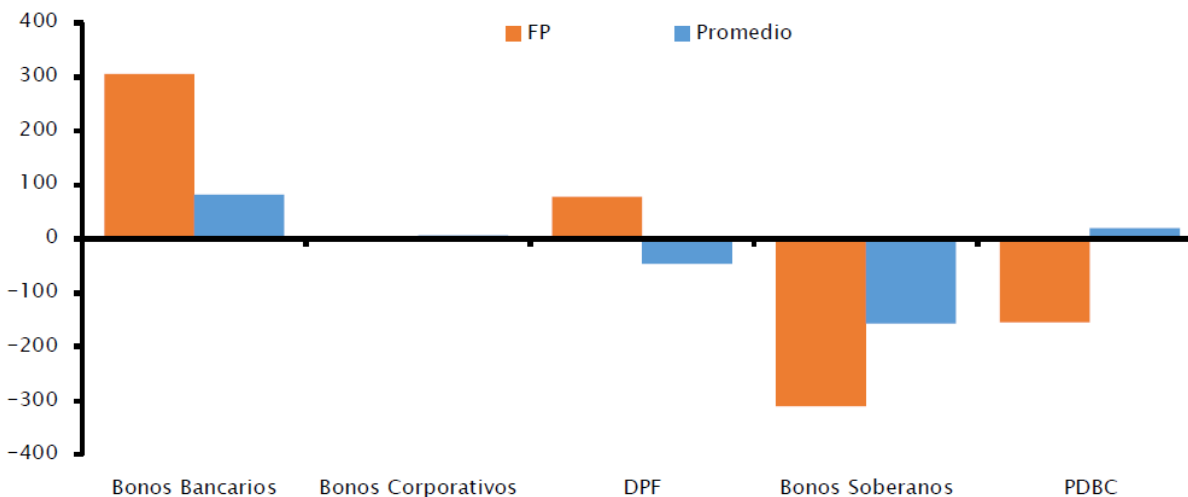
(veces volumen negociado promedio)



(*) 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.

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.

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.

Una arista relevante en estos cambios de multi-fondos 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 una liquidación de divisas.

En seguida se refirió a las recomendaciones de la OCDE a partir de experiencia internacional comparada en regulación de asesores previsionales y cambios entre fondos de pensiones. 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 debiesen prohibir prácticas comerciales que afecten negativamente a los consumidores. Se deben 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. 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).

Concluyendo, señaló que 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 personalizadas, 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. 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.

El diputado Pérez consultó si el estudio en derecho que acompañó Felices y Forrados a su presentación fue elaborado por alguien vinculado a esta misma entidad. Preguntó también por la regulación existente en Reino Unido para quienes realizan recomendaciones como las que actualmente hace Felices y Forrados. Agregó que el estudio de la OCDE mencionado sí se encuentra firmado, precisamente por esta organización.

El diputado Sepúlveda expresó que las indicaciones del Ejecutivo han distraído la discusión desde la regulación de los agentes de mercado a temáticas vinculadas al ámbito previsional. Llamó al Ejecutivo a retirar estas indicaciones y discutir las en otro marco.

El diputado Jackson agradeció las exposiciones, en tanto ponen de manifiesto los puntos de conflicto en este proyecto de ley, a la vez que despejan aquellos temas en los que parece haber consenso. Manifestó que su postura no es la de mantener un sistema de capitalización individual, pero en el contexto de su preservación sostenible, afirmó que la solución no es poner parches por todos lados, sino volver a un esquema con un único fondo.

El diputado Ramírez valoró el contenido de las presentaciones. Coincidió con su antecesor en el sentido de la existencia de elementos controvertidos y no controvertidos en este proyecto de ley, recomendando centrar la atención de la Comisión en los primeros. Aclaró que el debate no trata sobre lo planteado por Felices y Forrados o sobre el sistema previsional, sino sobre la necesidad de regular la transparencia de las asesorías financieras y precaver eventuales conflictos de intereses. Destacó la importancia de legislar en una materia en la que están en juego los ahorros previsionales de los chilenos, no pudiendo quedar expuestos a la manipulación de asesores inescrupulosos. Agregó que debe hacerse un esfuerzo por buscar una alternativa distinta a la propuesta por las indicaciones del Ejecutivo, en lo que se refiere a las limitaciones para cambios de fondos, prefiriendo una que resguarde la libertad de las personas para efectuar tales cambios, evitando que se generen daños para el conjunto de cotizantes.

El diputado Melero reconoció un consenso respecto a la necesidad de regular y distinguir los asesores previsionales de los asesores financieros masivos. Consultó al señor Lorenzini por su opinión respecto a la necesidad de regular los posibles conflictos de intereses y otros aspectos de las asesorías financieras que su empresa ofrece. Preguntó también por el perjuicio que revela el estudio de la Superintendencia sobre los afiliados que aplican estrategias de cambios de fondos en el largo plazo. Pidió al señor Ferreiro su opinión sobre la propuesta de restricción de fondos y la ampliación de los plazos para su materialización. Asimismo, le pidió comentar sobre la posibilidad de establecer el pago de una comisión o compensación a los cambios masivos que generen inestabilidad macroeconómica. Solicitó al señor Marcel informar sobre los efectos que los cambios masivos han tenido en la estabilidad financiera.

El diputado Ortiz señaló que sería importante dilucidar si las asesorías tienen un impacto positivo en las condiciones de jubilación de las personas. Consultó al señor Marcel si estima necesario profundizar la regulación de los asesores previsionales y de los asesores financieros masivos.

El diputado Núñez expresó que se ha generado toda una discusión ajena al proyecto de ley con motivo de la presentación de indicaciones del Ejecutivo. Señaló que estas

exceden las ideas matrices fijadas por el propio Mensaje. Se mostró dispuesto a regular el uso de información privilegiada, conflictos de intereses y transparencia en todos los actores del mercado. Pero consideró que el contenido de las indicaciones debiera ser discutido por la Comisión de Trabajo del Senado, en tanto inciden en el ámbito de su competencia, y dicha Comisión se encuentra estudiando la reforma al sistema de pensiones. Estimó que existe un problema estructural, que no puede ser abordado a través de soluciones parche. Consultó al señor Marcel si la solución planteada será un aporte para evitar los riesgos macroeconómicos que se denuncian.

El diputado Santana expresó que es fundamental en este tema no centrarse en los efectos individuales de una propuesta, sino ver el panorama completo, sobre la base de antecedentes técnicos, tal como ha expuesto el señor Marcel. Agregó que los problemas que las indicaciones pretenden resolver radican en los efectos potencialmente nocivos de los cambios masivos y simultáneos de fondos de pensiones, que, a la larga, pueden afectar al cotizante. Consultó si resultaría conveniente establecer un límite al número de cambios que un cotizante puede realizar en un periodo, frente a la propuesta del Ejecutivo de ampliar el plazo de materialización del cambio.

El diputado Pérez manifestó que no corresponde pronunciarse en esta etapa respecto a la admisibilidad de las indicaciones, en tanto aún no se vota siquiera la idea de legislar.

El diputado Schilling estimó que nada de lo expuesto en esta sesión resuelve los problemas de fondo que sufren los chilenos con sus pensiones. Consideró más apropiado volver al fondo único, ya que elimina la necesidad de contar con asesores previsionales, con sugerencias de cambios de fondo ni con protección al mercado de capitales. Preguntó por qué no optar por esta solución más simple.

El señor Marcel indicó que hay dos temas sobre los que el Banco Central no puede pronunciarse, a saber, el procedimiento al que se someterá la admisibilidad de las indicaciones y las consideraciones generales del sistema de pensiones. Señaló que la volatilidad de los últimos meses ha sido notoria, parte de la cual tiene que ver con el aumento de la percepción de incertidumbre, otra que tiene que ver con expectativas de movimiento de ciertas variables y otra que se relaciona con los movimientos de afiliados en el sistema de multifondos. Frente al movimiento de capitales extranjeros, hasta abril pasado, los inversionistas no residentes no sacaron fondos de Chile, más bien ingresaron fondos a Chile. Salieron de Chile, entre octubre y diciembre de 2019, capitales de inversionistas locales no previsionales y, al mismo tiempo, se produjeron entradas y salidas provocadas por los movimientos de afiliados en el esquema de multifondos. Posteriormente, en abril y parte de mayo sí hubo mayor salida de capitales de inversionistas no residentes, pero en una magnitud más bien limitada. Esto ha sido acompañado de una volatilidad muy grande del tipo de cambio, que se depreció significativamente en este periodo. Informó también que en los últimos meses han constatado un aumento en la frecuencia de las recomendaciones de cambio de fondos, como también el número de personas que las han seguido. Todo lo anterior no implica una inestabilidad total, porque hay mecanismos de ajuste de los mercados y políticas que han aplicado las autoridades y el propio Banco Central. Graficó lo anterior con las medidas adoptadas por el Banco de provisión de liquidez al sistema financiero y la intervención cambiaria que se prolongó hasta enero.

Respecto a las indicaciones del Ejecutivo, identificó la presencia de dos vertientes que tienen que ver con dos preguntas: la primera, si actores que están efectuando recomendaciones genéricas de inversión y que no están regulados por la normativa específica de las asesorías previsionales, debieran o no ser regulados. La segunda, si movimientos frecuentes y extremos en los fondos de pensiones son consistentes con la lógica de largo plazo del sistema de pensiones. Recordó que el sistema de multifondos no fue pensado como una herramienta para los afiliados que les permitiera aprovechar oportunidades de inversión en el corto plazo, sino adecuar el perfil de riesgo y de rentabilidad de los fondos a las preferencias de los afiliados. En cuanto a la regulación de los agentes de mercado, estimó que la legislación existente es estricta, sin perjuicio que, respecto a los actores específicos que se pretende incluir, podrían establecerse normas especiales. Concluyó este punto señalando que denominar “corralito” la propuesta del Ejecutivo no tiene que ver con su contenido, en tanto es distinto limitar las decisiones de inversión de los fondos previsionales de un afiliado de cierta edad, que impedir que un individuo retire fondos de una cuenta bancaria.

El señor Lorenzini señaló que el estudio jurídico que elaboró el informe está integrado por su hermana, pero destacó que lo relevante es el contenido del mismo y las fuentes sobre las que se basa. Respecto a la regulación, relevó la inconveniencia de restringir la posibilidad de formular asesorías gratuitas, en tanto se podría afectar la libertad de expresión y opinión. Añadió que el informe de la OCDE, si bien está firmado por esta organización, no indica un autor, al igual que el de la Superintendencia, lo que, en ambos casos, consideró sorprendente. Estimó que, si se está afectando el mercado financiero, la respuesta es una regulación sana y pareja para todos los asesores, o bien, se vuelve a un esquema de un fondo único. Agregó que, para evitar en el esquema actual, efectos nocivos en el mercado de capitales, podría establecerse un porcentaje del mercado por grupo, es decir, un límite de US\$1000 millones. Instó al Banco Central a pronunciarse respecto a un límite que resulte adecuado para lograr el fin propuesto. Tratándose del peor desempeño que habría sufrido un 72,6% de los afiliados, como indica el informe de la Superintendencia, afirmó que un 41% de ellas sufrieron ese efecto por la ley que los cambió una vez de fondo. Respecto a la posibilidad de establecer comisiones o cargos por los cambios de fondo, recordó que la ley actual permite a las AFP, a partir de la 3ra sugerencia en un año, a realizar un cobro. Sobre el concepto de “corralito”, afirmó que con la propuesta se discrimina injustamente, en tanto se restringe la libertad en las cuentas obligatorias, pero no en la cuenta 2 o en los APV.

El señor Ferreiro indicó que las indicaciones buscan desconcentrar los cambios de fondo, evitando la simultaneidad y masividad, por la vía de diferir en el tiempo, y proponer que se haga en fondos adyacentes. Hay otra manera de atender el mismo fin, por ejemplo, haciendo que el cobro por el 3er cambio sucesivo no vaya a la AFP, sino que vaya al fondo, compensándolo en beneficio de las personas. Recordó que la discusión por volver a un solo fondo se tuvo hace 18 años en este Congreso Nacional, y se estimó que había buenas razones para diversificar las inversiones en base a preferencias y tramos etarios. Consideró un exceso volver a un fondo único, en tanto es una respuesta demasiado agresiva que termina por distraer las soluciones correctas para abordar las actuales dificultades. Además, el fondo único nunca garantizó que no habría pérdidas, sino que había un mecanismo, consistente en un promedio entre los fondos de

pensiones. Si un fondo estaba por debajo de ese promedio, la AFP tenía que compensar, pero si todos caían de forma pareja, no había compensación alguna. Respecto al arbitraje que podría generarse con el plazo de 30 días entre cambios, señaló que la intención de la propuesta es evitar la concentración, por un lado, y que el resto del mercado conozca cuando esos cambios pueden ocurrir, por otra, para combatir el aprovechamiento del efecto económico de la concentración. En este sentido, señaló que es importante que la regulación secundaria que formule la Comisión para el Mercado Financiero y la Superintendencia de Pensiones sea capaz de equilibrar la imposibilidad de que el mercado arbitre, conozca y anticipe, y la certeza que requiere el cotizante sobre cuándo su cambio se materializará. Recordó que el informe de la Superintendencia distingue entre afiliados que se ha cambiado voluntariamente, de aquellos que lo han hecho por efecto de la ley, y en ambos casos, el resultado es más o menos similar, existiendo pérdidas cuando los cambios son activos. Concluyó señalando que una buena regulación será aquella que haga que no se generen opiniones diversas en torno a si con un fondo u otro el cotizante ganó o perdió. Cada recomendación que se traduce en masivas compras y ventas es una oportunidad para la distorsión del mercado y para el abuso de la información privilegiada. Estimó que el Parlamento, teniendo a la vista estos problemas, no puede dejar pasar la oportunidad de solucionarlos.

5. ACUERDOS

Se acordó:

1.- Celebrar una sesión especial el día lunes 15 próximo, de 11:00 a 13:30 horas para recibir al Ministro de Hacienda y a representantes de asociaciones de trabajadores independientes, en el contexto del proyecto de ley que establece un beneficio para los trabajadores independientes que indica, para proteger sus ingresos ante las dificultades generadas por la propagación de la enfermedad Covid-19 en Chile N° Boletín: 13542-05.

2.- Celebrar una sesión el día lunes 15 próximo, desde las 15:30 y hasta total despacho del proyecto de ley que establece un beneficio para los trabajadores independientes que indica, para proteger sus ingresos ante las dificultades generadas por la propagación de la enfermedad Covid-19 en Chile N° Boletín: 13542-05.

Las intervenciones de los señores diputados y de los invitados a esta sesión constan en un registro de audio, en conformidad con lo dispuesto en el inciso primero del artículo 256 del Reglamento de la Corporación.

Asimismo, las presentaciones de los expositores se encuentran disponibles en formato digital en:

https://www.camara.cl/trabajamos/comision_listadodocumento.aspx?prmID=407

Por haberse cumplido el objeto de esta sesión, se levantó a las 19:16 horas.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'María Eugenia Silva Ferrer', with a long horizontal flourish extending to the right.

MARÍA EUGENIA SILVA FERRER
Secretaria de la Comisión