

**INFORME DE LA COMISIÓN ESPECIAL INVESTIGADORA DE LOS ACTOS DEL GOBIERNO EN RELACIÓN CON LA FISCALIZACIÓN O REGULACIÓN DE ASESORES O CONSEJEROS FINANCIEROS QUE FORMULAN RECOMENDACIONES A COTIZANTES DE AFP PARA LA ADMINISTRACIÓN DE SUS FONDOS PREVISIONALES.**

---

**HONORABLE CAMARA:**

Vuestra Comisión Especial Investigadora de los actos del Gobierno en relación con la fiscalización o regulación de asesores o consejeros financieros que formulan recomendaciones a cotizantes de AFP para la administración de sus fondos previsionales, pasa a informaros sobre las materias referidas en el epígrafe.

**I.- COMPETENCIA DE LAS COMISIONES, AL TENOR DEL ACUERDO DE LA CÁMARA DE DIPUTADOS QUE ORDENÓ SUS CREACIONES.**

La Cámara de Diputados, en su sesión 115ª, celebrada el 16 de diciembre de 2020, ante la petición formulada por 65 señores diputados y señoras diputadas, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 52, N° 1, letra c) de la Constitución Política de la República, 53 de la ley orgánica constitucional del Congreso Nacional y 297 y siguientes del Reglamento de la Corporación, acordó crear una Comisión Especial Investigadora de los actos del Gobierno, en particular, del actuar de la Superintendencia de Pensiones, de la Comisión para el Mercado Financiero, del Servicio Nacional del Consumidor, y de cualquier otro órgano pertinente, en cuanto encargados, en su caso, de la fiscalización o regulación de la operación de los denominados asesores o consejeros financieros, personas, tanto naturales como jurídicas, que otorgan consejos o recomendaciones a los cotizantes para la administración de sus fondos previsionales acumulados en las cuentas de capitalización individual, que gestionan las Administradoras de Fondos Previsionales (AFP), en los términos planteados en la solicitud.

La Comisión Investigadora deberá rendir su informe en un plazo no superior a sesenta días, y para el desempeño de su mandato podrá constituirse en cualquier lugar del territorio nacional.”.

La Comisión se constituyó el 26 de mayo de 2021.

\*\*\*\*\*



Firmado electrónicamente

<https://extranet.camara.cl/verificardoc>

Código de verificación: ADF7BD85EABAF442

## **II.- ANTECEDENTES GENERALES.**<sup>1</sup>

### **1. Características generales del Sistema de AFP.**

En nuestro país coexisten tres regímenes previsionales<sup>2</sup>, a saber: el de las entidades previsionales del antiguo régimen previsional de reparto, administradas por el Instituto de Previsión Social (ex Instituto de Normalización Previsional); el sistema de Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) o de capitalización individual, creado en 1980 por el Decreto Ley N° 3.500 de 1980 (DL N° 3.500), y el Sistema Solidario, incorporado por la Ley N° 20.255.

El Sistema de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) o de capitalización individual considera como principales beneficios las pensiones de Vejez, de Invalidez y de Sobrevivencia. Este sistema tiene una sola base de financiamiento, constituida por las cotizaciones del afiliado durante su vida laboral, lo que garantiza el acceso a las pensiones bajo la condición de cumplir con los requisitos de edad.

La administración de los fondos de los afiliados es efectuada por entidades privadas, denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) reguladas por el Título IV del DL N° 3.500.

Estas instituciones (las AFP) son sociedades anónimas, cuyo objeto exclusivo es la administración de Fondos de Pensiones y el desarrollo de otras actividades estrictamente relacionadas con el giro previsional, además de otorgar y administrar las prestaciones y beneficios que establece el DL (artículo 23 del DL N° 3.500).

Las Administradoras recaudan las cotizaciones previsionales, las depositan en la cuenta personal de cada afiliado e invierten los recursos, para otorgar posteriormente los beneficios que correspondan. Adicionalmente, contratan un seguro para financiar las pensiones de invalidez y sobrevivencia que generen sus afiliados (artículos 28 y siguientes del DL N° 3.500).

Por su gestión de administración de fondos de pensiones, las AFP tienen derecho a una retribución establecida sobre la base de comisiones de cargo de los afiliados. Las comisiones son fijadas libremente por cada Administradora, con carácter uniforme para todos sus afiliados (artículo 29 del DL N° 3.500).

El afiliado tiene libertad para elegir la entidad a la cual se afilia y cambiarse de una Administradora a otra cuando lo estime conveniente. No obstante, las personas que se afilien por primera vez al sistema deben incorporarse a la AFP que se adjudicó la licitación para la administración de cuentas de capitalización individual y permanecer en ella por 24 meses. En caso de que no se haga la licitación o ésta quede desierta, la Superintendencia de Pensiones (SP)

---

<sup>1</sup> Informe preparado por la unidad de Asesoría Técnica parlamentaria de la Biblioteca del Congreso Nacional.

<sup>2</sup> Se excluye los regímenes previsionales especiales que rigen para las Fuerzas Armadas y de Orden y Seguridad Pública.

asignará a las afiliadas y los afiliados nuevos a la administradora que cobre la menor comisión por depósito de cotizaciones a la fecha de afiliación (artículo 160 del DL N° 3.500).

Los fondos de pensiones administrados por la AFPs (ahorro previsional voluntario u obligatorio<sup>3</sup>) son diversificados en cinco fondos, denominados Multifondos<sup>4</sup>. El afiliado tiene libertad para elegir el tipo de fondo de pensiones en que efectúa su ahorro previsional voluntario u obligatorio, con algunas limitaciones de elección a Fondos de mayor riesgo en el caso de afiliados(as) de mayor edad y pensionados respecto de las cotizaciones obligatorias. En el evento, que un afiliado(a) no elija uno de los Multifondos, la ley le otorga un fondo de acuerdo a su sexo y tramo etario (artículo 23 del DL N° 3.500).

El afiliado se puede cambiar de fondos la veces que desee sin ningún costo, las únicas limitaciones están establecidas por el propio DL N° 3500 en atención de la edad.

Las Administradoras tienen la obligación legal de enviar información a sus afiliados referida a las posibilidades de elección y a la asignación entre Fondos, de acuerdo a lo que establezca la Superintendencia en una norma de carácter general (artículo 23).

La Superintendencia de Pensiones (SP) es el organismo contralor que representa al Estado al interior del sistema de pensiones nacional.

#### I. Asesoría previsional y Asesoría financiera previsional.

La asesoría previsional se encuentra regulada en el Título XVII del DL N° 3500, denominado “Del objeto de la Asesoría Previsional”. Este título fue modificado por la ley N° 21.314, publicada el 13 de abril de 2021, incorporando la figura de la asesoría financiera previsional.

Antes de la vigencia de la ley N° 21.314, la asesoría previsional regulada era solo la personalizada (servicio prestado por una persona natural “Asesores Previsional” o por una persona jurídica “Entidad de Asesoría Previsional”). Con la incorporación de la figura de la asesoría financiera previsional se regula la asesoría previsional no personalizada, es decir, la colectiva o grupal.

A continuación, se entregan las principales aspectos normativos de las Asesoría Previsional y la Asesoría financiera previsional.

---

<sup>3</sup> Cotizaciones obligatorias, por depósitos convenidos y por cotizaciones voluntarias, así como la cuenta de ahorro voluntario y la cuenta de ahorro de indemnización a que se refiere el artículo 165 del Código del Trabajo.

<sup>4</sup> Las alternativas de los fondos se encuentran representadas por letras: A, B, C, D y E. Cada letra representa un nivel de riesgo, siendo el A el más riesgoso y el E el más conservado. La descripción de cada fondo está definido en el artículo 23 de la DL N° 3500.

## 1. Asesoría previsional.

La asesoría previsional se encuentra definida en el artículo 171 del DL N° 3.500, que dispone que esta tiene por objeto otorgar: “información a los afiliados y beneficiarios del Sistema, considerando de manera integral todos los aspectos que dicen relación con su situación particular y que fueren necesarios para adoptar decisiones informadas de acuerdo a sus necesidades e intereses, en relación con las prestaciones y beneficios que contempla esta ley”.

En este sentido, la asesoría previsional definida en el DL N° 3500 tiene como una función orientar a las personas que están afiliadas al sistema de AFP en la toma de decisiones al momento de pensionarse u otros beneficios contemplados en el mencionado Decreto Ley. Esta, Asesoría debe prestarse con total independencia de la entidad que otorgue el beneficio (por ejemplo, Compañías de Seguro).

Luego, el inciso segundo del artículo 171 del DL N° 3.500 dispone que la Asesoría, para los afiliados y beneficiarios que cumplan con los requisitos para pensionarse y de los pensionados bajo la modalidad de retiro programado, deberá “informar sobre la forma de hacer efectiva su pensión según las modalidades previstas en el artículo 61 de esta ley, sus características y demás beneficios a que pudieren acceder según el caso, con una estimación de sus montos”<sup>5</sup>.

Este servicio de asesoría puede ser prestado por una persona natural “Asesores previsionales” o por una persona jurídica “Entidad de Asesoría Previsional”, respectivamente.

Las “Entidades de Asesoría Previsional” que ofrecen estos servicios, reglamentadas en el artículo 173 del DL N° 3.500, deben ser sociedades constituidas en Chile con el objeto específico de prestar asesoría previsional a los afiliados y beneficiarios al sistema. En particular, se les exige constitución de garantía, mediante boleta de garantía bancaria o la contratación de una póliza de seguros que, al efecto, autorice la Comisión para el Mercado Financiero, para responder con el cumplimiento de sus obligaciones de la actividad y, especialmente, de los perjuicios que puedan ocasionar a los afiliados o beneficiarios que contraten sus servicios.

El monto de la garantía lo determina la Superintendencia de Pensiones, según los parámetros establecidos en una norma de carácter general que dicte para tal efecto. La póliza debe ser por un monto no inferior a la cantidad más alta entre 500 Unidades de Fomento (UF) ni mayor a 60.000 UF (art. 173).

Por su parte, respecto de las personas que desarrollan esta actividad se establecen requisitos en el artículo 174 del DL N° 3.500. En el caso de las Entidades de Asesoría Previsional los requisitos deben ser cumplidos por los

---

<sup>5</sup> Las modalidades de pensión son: renta vitalicia inmediata, renta temporal con Renta Vitalicia Diferida, Retiro Programado y Renta vitalicia inmediata con retiro programado.

socios, administradores y dependientes que desempeñen la función de asesor previsional. Los requisitos son los siguientes:

- Ser mayor de edad, chileno o extranjero con residencia en Chile y cédula de identidad de extranjería al día;
- Antecedentes comerciales intachables;
- Tener, a lo menos, licencia de educación media o estudios equivalentes;
- Acreditar ante la Superintendencia de Pensiones los conocimientos suficientes sobre materias previsionales y de seguros;
- Contratar una póliza de seguros.

El cumplimiento de los requisitos debe ser acreditado por la Superintendencia de Pensiones en la forma y periodicidad que está establezca mediante norma de carácter general. En el evento que los requisitos legales se cumplan, la Superintendencia de Pensiones dicta una resolución para su inscripción en el registro respectivo y concede la autorización para funcionar y fija un plazo para iniciar sus actividades (art.175, inciso primero del DL N° 3.500).

Respecto a la responsabilidad que les corresponde a quienes desarrollan esta actividad, el artículo 176 establece que tanto las entidades de Asesoría Previsional y los Asesores Previsionales responden hasta la culpa leve<sup>6</sup> en el cumplimiento de sus funciones de asesorías, quedando obligados a indemnizar por los daños ocasionales, sin perjuicio de las sanciones administrativas que correspondan (art 176 del DL N° 3.500).

Por las Entidades de Asesoría Previsional y las Entidades de Asesoría Financiera Previsional responderán, además, sus socios, accionistas y administradores, civil, administrativa y penalmente, a menos que constare su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de infracción o incumplimiento (art. 176, inciso segundo del DL N° 3.500).

Para los efectos de prestar los servicios de Asesoría Previsional, se debe celebrar un contrato entre la Entidad o el Asesor Previsional y el afiliado o sus beneficiarios. Este es un contrato de naturaleza civil, dirigido y voluntario. El afiliado o sus beneficiarios no están obligados a celebrarlo, pero una vez celebrado regulará los derechos y deberes entre las partes. Su contenido mínimo está determinado en una norma general de la Superintendencia de Pensiones, y en ningún caso podrá contener la obligación del afiliado o sus beneficiarios de acoger la recomendación por escrito del asesor previsional (arts. 178 y 179 del DL N° 3.500).

Respecto a los honorarios de los Asesores Previsionales, estos dependerán de la modalidad de pensión que se elija. Si se pensiona en la modalidad de retiro programado los Asesores Previsionales pueden cobrar honorarios o una comisión si se contrata una Renta Vitalicia (art.179 del DL N° 3.500).

---

<sup>6</sup> Es la falta de aquella diligencia y cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus negocios propios (artículo 44 del Código Civil).

Los honorarios deben ser pagados por el afiliado (o beneficiarios) con dinero de la cuenta de capitalización individual, si ha seleccionado la modalidad de pensión de retiro programado. Sin embargo, sí se contrata una Renta Vitalicia, la comisión o retribución por venta la paga la compañía de seguros de vida, una vez que la AFP le transfiere los fondos acumulados.

La comisión de referencia y comisión máxima para los Asesores Previsionales y agentes de venta se fija por Decreto Supremo conjunto de los Ministerio de Hacienda y del Trabajo y Previsión Social<sup>7</sup> y rige por 24 meses o mientras no se emita un nuevo Decreto.

No obstante lo anterior, los honorarios totales por concepto de asesoría previsional no pueden superar el 1,5 % de los fondos destinados a pensión, con un tope de 60 UF (art.179 del DL N° 3.500).

Las Administradoras y las compañías de seguros de vida no podrán efectuar pago alguno distinto al establecido en este artículo 179 a los asesores previsionales, sean ellos en dinero o especies, como tampoco podrán financiar los gastos en que deban incurrir para su cometido.

## 2. Asesoría financiera previsional.

La Asesoría financiera previsional son las actividades señaladas en el artículo 171 del DL N° 3500. En general se trata de otorgar información o recomendaciones masivas a los afiliados y beneficiarios del sistema de pensiones, incluyendo las transferencia entre tipos de Fondos de Pensiones, dirigidas por cualquier medio a afiliados, beneficiarios o pensionados del Sistema.

Este servicio de Asesoría puede ser prestado por personas naturales denominadas “Asesores Financieros Previsionales” o por personas jurídicas llamadas “Entidades de Asesoría Financiera Previsional”, quienes se rigen por las por todas las normas aplicables a los “Asesores Previsionales” o las “Entidades de Asesoría Previsional”, según corresponda, a menos que se indique lo contrario (art.171 inciso 3, DL N° 3500).

Los Asesores Financieros Previsionales y las Entidades de Asesoría Financiera Previsional son fiscalizados conjuntamente por la Superintendencia de Pensiones y la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Asimismo, todas las normas de carácter general que emita la Superintendencia de Pensiones para su regulación deben ser dictadas mediante una resolución conjunta con la Comisión para el Mercado Financiero (art.171 inciso 3, DL N° 3500).

---

<sup>7</sup> El Decreto Supremo N° 959 publicado el 30 de septiembre de 2014, del Ministerio de Hacienda y Trabajo estableció la siguiente comisión máxima: a) Al momento de seleccionar la modalidad de pensión: en el caso de renta vitalicia, 2% del saldo destinado a financiar la modalidad de pensión, con un tope de 60 Unidades de Fomento; y en el caso de retiro programado, 1,2% del saldo referido con un tope de 36 Unidades de Fomento. Con todo, el total de honorarios pagados por asesoría no puede exceder las 60 Unidades de Fomento. b) Con ocasión del cambio de modalidad de pensión de retiro programado a renta vitalicia: 2% menos el porcentaje pagado por una asesoría previa. El porcentaje resultante se aplica al saldo destinado a financiar la nueva modalidad de pensión. En todo caso, el monto máximo a pagar que resulta de considerar las comisiones por la primera y siguientes asesorías no debe exceder el tope de 60 U.F.

El artículo 172 inciso segundo del DL N° 3500, dispone la creación del “Registro de Asesores Financieros Previsionales”. En este, deben inscribirse los Asesores Financieros Previsionales y las Entidades de Asesoría Financiera Previsional que desarrollen la actividad de asesoría previsional no personalizada. Este registro es administrado por la Superintendencia de Pensiones y la CMF<sup>8</sup>.

Para su inscripción en dicho registro, dispone el inciso tercero del artículo 172, se debe dar cumplimiento a las exigencias del Título XVII del DL N° 3500, y el procedimiento de inscripción en el Registro, debe ser conforme a las resoluciones que dicten conjuntamente la Superintendencia de Pensiones y la Comisión para el Mercado Financiero.

Al igual que para las Entidades de Asesoría Previsional, el artículo 173 del DL N° 3500, dispone que las Entidades de Asesoría Previsional Financiera deben ser sociedades constituidas en Chile con el objeto específico de prestar Asesoría Previsional a los afiliados y beneficiarios al sistema. Asimismo, se les exige la contratación de una póliza de seguros para responder con el cumplimiento de sus obligaciones de la actividad y, especialmente, de los perjuicios que puedan ocasionar a los afiliados o beneficiarios que contraten sus servicios.

El monto de la garantía la determina la Superintendencia de Pensiones y la Comisión para el Mercado Financiero, mediante resolución conjunta. No obstante, la póliza debe ser por un monto no inferior a la cantidad más alta entre 500 Unidades de Fomento (UF) y el 30% de la suma del saldo destinado a pensión de la cuenta de capitalización individual de los afiliados que asesoró en el año inmediatamente anterior, por las primeras 15.000 UF, y de un 10% por el exceso sobre esta cifra, con un máximo de 60.000 UF (art. 173, inciso final).

Los requisitos que deben cumplir las personas que desarrollan la actividad de Asesores Financieros Previsionales, como para los socios, administradores y dependientes que desempeñen la función de Asesor Previsional de una de las Entidades de Asesoría Financiera Previsional, son iguales a los exigidos a los Asesores previsionales y Entidades Previsional mencionado en el apartado anterior (art 174).

El cumplimiento de los requisitos debe ser acreditado por la Superintendencia de Pensiones y la Comisión para el Mercado Financiero. En el evento que los requisitos legales se cumplan ambas instituciones deben dictar una resolución conjunta para su inscripción en el registro respectivo y conceder la autorización para funcionar y fija un plazo para iniciar sus actividades (art.175, inciso primero).

Respecto a la responsabilidad que les corresponde a quienes desarrollan esta actividad, al igual a las entidades de Asesoría Previsional y los Asesores Previsionales, deben responder hasta la culpa leve en el

---

<sup>8</sup> Este deberá estar operativo a más tardar la primera semana de octubre. Presentación de la CMF ante la Comisión Investigadora de los actos del Gobierno en relación con la fiscalización o regulación de asesores o consejeros financieros que formulan recomendaciones a cotizantes de AFP para la administración de sus fondos previsionales (60).

cumplimiento de sus funciones de asesorías, quedando obligados a indemnizar por los daños ocasionales, sin perjuicio de las sanciones administrativas que correspondan (art 176).

Por las Entidades de Asesoría Previsional y las Entidades de Asesoría Financiera Previsional responderán, además, sus socios, accionistas y administradores, civil, administrativa y penalmente, a menos que constare su falta de participación o su oposición al hecho constitutivo de infracción o incumplimiento (art. 176, inciso segundo).

Para efectos de prestar los servicios de Asesoría Financiera Previsional se debe celebrar un contrato entre la Entidad o el Asesor Financiero Previsional y el afiliado o sus beneficiarios. Este es un contrato de naturaleza civil, dirigido y voluntario. El afiliado o sus beneficiarios no están obligados a celebrarlo, pero una vez celebrado regulará los derechos y deberes entre las partes. Su contenido mínimo está determinado en una norma general dictada en conjunto entre la Superintendencia y la Comisión para el Mercado Financiero, y en ningún caso podrá contener la obligación del afiliado o sus beneficiarios de acoger la recomendación por escrito del asesor previsional (art. 178).

El inciso tercero del artículo 174, establece que determinadas personas no pueden desempeñar la función de asesoría previsional, ni ser socios, accionistas, administradores, ni representantes legales de una Entidad de Asesoría Previsional, o de Entidades de Asesoría Financiera Previsional, Asesores Previsionales o Asesores Financieros Previsionales. Siendo éstas:

- Los acusados o condenados por delito que merezca pena aflictiva;
- Los que tengan actualmente la calidad de deudor en un procedimiento concursal de liquidación, y quienes tengan prohibición de comerciar, y
- Las personas sancionadas con la revocación de su inscripción en alguno de los registros que lleven o regulen la Superintendencia de Pensiones y la Comisión para el Mercado Financiero, o los que hayan sido administradores, directores o representantes legales de una persona jurídica sancionada de igual manera, a no ser que hayan salvado su responsabilidad en la forma que prescribe la ley.

Por su parte, el inciso cuarto del artículo 174 establece que no podrán ser Asesores Previsionales ni Asesores Financieros Previsionales ni directores, socios, accionistas, ejecutivos principales, gerentes, apoderados o dependientes de una Entidad de Asesoría Previsional o Entidad de Asesoría Financiera Previsional quienes se desempeñen como directores, socios, accionistas, ejecutivos principales, gerentes, apoderados o dependientes de una Administradora de Fondos de Pensiones, aseguradora, reaseguradora, liquidadora de siniestros o entidades que conformen el grupo empresarial de estas sociedades.

Finalmente, el inciso quinto del mismo artículo citado prohíbe que los socios, accionistas, directores, gerentes, ejecutivos principales, apoderados o dependientes de agencias de valores, corredoras de bolsa, Sociedad Administradora de Fondos de Cesantía o de administradoras de la ley N° 20.712, o entidades que conformen el grupo empresarial de aquellas puedan ser Asesores

Financieros Previsionales ni socios, accionistas, directores, gerentes, ejecutivos principales, apoderados o dependientes de Entidades de Asesoría Financiera Previsional.

El artículo 177 regula la cancelación en el Registro de Asesores Previsionales o en el Registro de Asesores Financieros de un Asesor Previsional, de una Entidad de Asesoría Financiera Previsional o de un Asesor Financiero Previsional, disponiendo que procederá respectivamente:

- Cuando alguno de los asesores incurra en infracción grave de ley, o
- En el caso que no mantengan vigente la boleta de garantía bancaria o póliza de seguro.

Asimismo, el inciso cuarto artículo 177 faculta a la Superintendencia de Pensiones a suspender del registro correspondiente, mediante resolución fundada y por un plazo máximo de seis meses, renovable por una vez, a las Entidades de Asesoría Previsional, los Asesores Previsionales, las Entidades de Asesoría Financiera Previsional o los Asesores Financieros Previsionales “en los casos en que no se cumpla con las normas necesarias para el adecuado desarrollo de tales actividades, o cuando así lo requiera el interés público” .

Para el caso de la cancelación, revocación o suspensión de Entidades de Asesoría Financiera Previsional o de Asesores Financieros Previsionales del Registro de Asesores Financieros Previsionales, esta debe efectuarse mediante resolución conjunta de la Superintendencia de Pensiones y de la Comisión para el Mercado Financiero (inciso final, artículo 177).

Luego, el artículo 180 expresamente dispone que ninguna persona natural o jurídica que no se encuentra inscrita en los registros puede arrogarse la calidad de Entidad de Asesoría Previsional, de Asesor Previsional, de Entidad de Asesoría Financiera Previsional o de Asesor Financiero Previsional. La infracción a este deber, es sancionada con multa de 20 hasta 200 unidades tributarias mensuales a quienes actúen como Entidad de Asesoría Previsional, Asesores Previsionales, Entidad de Asesoría Financiera Previsional o Asesores Financieros Previsionales, sin estar inscritos, o cuya inscripción hubiere sido suspendida o eliminada, y los que a sabiendas les faciliten los medios para hacerlo. Asimismo, les será aplicable la pena de presidio menor en sus grados mínimos a medio, en lo que corresponda.

Finalmente, el artículo 181 prohíbe el otorgamiento de dadiva u otro incentivo diferentes a lo propio a la asesoría, bajo cualquier circunstancia, a los socios, accionistas, administradores y representantes legales de una Entidad de Asesoría Previsional o de una Entidad de Asesoría Financiera Previsional y sus dependientes que cumplan funciones de asesoría previsional, así como las personas naturales inscritas en el registro.

## II. Antecedentes económicos de cambios masivos de fondos previsionales.

En esta sección, se entregan aspectos económicos de los cambios masivos de fondos previsionales entregados por el Banco Central de Chile y la Superintendencia de Pensiones a la Comisión Especial Investigadora (60).

Según los antecedentes de la Petición para la formación de Comisión Especial Investigadora (CEI 60), la investigación se fundamenta en parte en que “los movimientos masivos de inversión que propician asesores como ‘Felices y Forrados’ introducen varias distorsiones al sector financiero y en cuanto a la generación de información con efecto bursátil podría incurrir en algún ilícito de carácter administrativo e incluso en la comisión de algún hecho de carácter penal tal como el de difusión maliciosamente falsa o tendenciosa (artículo 61 de la Ley 18.045)” (CEI 60, p. 4) y que “los movimientos masivos entre fondos de inversión que deben realizarse a raíz de la popularidad que han conseguido estos servicios provoca desajustes en el sistema financiero y bursátil, lo que ha sido sostenido incluso por autoridades del Banco Central y podrían significar, en el caso de la información difundida, eventuales trasgresiones a la Ley del Mercado de Valores.” (CEI 60, p. 4).

Respecto a la rentabilidad de las inversiones, según los argumentos señalados para crear la Comisión la forma de operar de los servicios que aconsejan cambios de fondos, provocan “que exista un perjuicio en la rentabilidad de los fondos ahorrados, ya que, de no haber mediado los cambios que se aconsejan, la utilidad obtenida habría sido en la mayoría de los casos de mayor cuantía, lo que ha sido ratificado mediante numerosos estudios técnicos.” (CEI 60, p. 3).

A continuación, se presentan algunos de los principales resultados del análisis que han realizado el Banco Central de Chile y la Superintendencia de Pensiones relacionados con los aspectos mencionados en la fundamentación de la creación de la Comisión.

### 1. Banco Central de Chile.

Según el Banco Central de Chile, desde 2018 ha habido un aumento de la frecuencia de recomendaciones de cambios de fondos, con meses en los que existido hasta tres recomendaciones de cambio (BCC 2021, p. 5), lo cual, en algunos casos exacerbó “la volatilidad de los mercados en episodios particularmente sensibles para la economía, en contraste con el rol más estabilizador que habían cumplido en el pasado.”

El Banco Central profundiza sobre este aspecto en su Informe de estabilidad financiera del primer semestre de 2020 (BCC 2020, p. 94):

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 [...] y que provocaron grandes fluctuaciones en las tasas soberanas.

Otro efecto de estas asesorías previsionales masivas es que, para responder a estos reajustes abruptos de portfolio, 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 [...].

Además, según el mismo Informe, pueden existir conflictos de interés al generarse la posibilidad de ganancias extraordinarias para quienes logren anticipar los movimientos de fondos. En el Informe de estabilidad financiera del primer semestre de 2020 (BCC 2020, p. 93,) el Banco Central afirma que 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.

## 2. Superintendencia de Pensiones.

En una nota técnica de mayo de 2020 la Superintendencia de Pensiones señala que la tendencia de los traspasos entre fondos y los resultados financieros que obtuvieron los afiliados al sistema de pensiones que realizaron traspasos voluntarios. Para ello se compara el desempeño de los afiliados que realizaron traspasos de manera voluntaria con dos escenarios alternativos: a) haber mantenido el saldo en la estrategia de inversión por defecto y b) haber mantenido el saldo en el fondo donde se encontraban los afiliados antes de haber realizado cualquier cambio. Todo esto para el período que va desde marzo de 2014 hasta enero de 2020.

Según la Superintendencia de Pensiones “El ejercicio muestra que cerca de 75% de los afiliados tuvieron un peor desempeño que de haber mantenido su saldo en el fondo que les hubiera correspondido según la estrategia por defecto, o incluso haber mantenido su saldo en el fondo en el que se encontraban originalmente.” (Superintendencia 2021, p. 2).

En primer lugar, la tabla 1 muestra algunos indicadores relevantes sobre los afiliados que realizaron cambios de fondos, en particular el número de personas, el número de traspasos, la edad y los montos.

Tabla 1. Cambios de fondos entre 2014 y 2020.

Fuente: Superintendencia (2020 p. 7).

Año	N° afiliados que traspasaron fondos	N° Traspasos		Edad afiliados que traspasaron fondos		Montos (en pesos)	
		Promedio	Mediana	Promedio	Mediana	Promedio	Mediana
2014*	194.639	2,6	2	41,7	40	26.294.607	14.433.273
2015	284.948	3,6	2	41,2	40	25.678.775	14.103.795
2016	513.006	2,3	1	41,0	40	22.631.662	12.477.012
2017	341.039	2,5	1	41,7	40	27.785.910	15.898.658
2018	304.211	6,6	2	41,9	40	27.795.617	15.976.538
2019	559.556	3,5	2	42,6	41	29.829.676	17.561.403
2020**	202.471	1,8	2	42,8	41	25.370.861	14.982.746

\*Datos desde marzo 2014. \*\*Datos para enero 2020

Respecto al ejercicio antes mencionado, de comparar la rentabilidad obtenida al hacer traspasos de fondos con las dos situaciones alternativas<sup>9</sup>, según los cálculos de la Superintendencia de Pensiones, el 27,4% de los afiliados obtuvo un desempeño mejor al realizar traspaso de fondos que si hubiese seguido en la estrategia por defecto, y, alternativamente, el 72,6% obtuvo un resultado peor. Respecto al escenario de haber mantenido el saldo del fondo donde tenía los ahorros antes de realizar los cambios, el 25,3% obtuvo una rentabilidad superior, y, alternativamente, el 74,7% obtuvo una rentabilidad menor. En la tabla 2 se muestran en detalle estos datos.

<sup>9</sup> La Superintendencia de Pensiones explica más detalladamente los dos escenarios alternativos de la siguiente manera (Superintendencia 2020, p. 7-8):

"1) La rentabilidad acumulada que hubiesen obtenido de haberse mantenido en el fondo inicial en el que estaban cuando se cambian por primera vez en el período de análisis. Por ejemplo, si se observa un cambio de fondo de un afiliado por primera vez en 2014 y que originalmente ese afiliado se encontraba en el fondo B, entonces se calcula la rentabilidad acumulada de ese fondo entre la fecha en que se observa el cambio de ese afiliado y la fecha de corte de ese afiliado (la mínima fecha entre fecha de fallecimiento o fecha de compra de una renta vitalicia o enero 2020).

2) La rentabilidad acumulada que hubiesen obtenido si, en lugar de traspasar sus fondos, hubiesen seguido la estrategia por defecto. Nótese que se excluyen de este ejercicio a los individuos que fueron asignados por ley a los distintos fondos.

Tabla 2. Diferencias de rentabilidad de los cambios de fondos respecto a las situaciones alternativas. 2014-2020

		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 (2020, p. 8).

Por otro lado, la Superintendencia de Pensiones también analiza si realizar más cambios de fondos es una estrategia exitosa. Para ello desagrega las diferencias de rentabilidad según el número de cambios realizados respecto a los dos escenarios alternativos mencionados.

La conclusión a la que llega la Superintendencia de Pensiones es que “[e]n promedio, las personas obtienen un mal resultado realizando cambios de fondos, aunque quienes realizan muchos cambios de fondos, si bien lo hacen mal en promedio, obtienen resultados levemente mejores [...]”. En la tabla 3 se muestra el detalle de los resultados clasificados según el número de cambios de fondo.

Tabla 3. Diferencias de rentabilidad de los cambios de fondos respecto a las situaciones alternativas según el número de cambios. 2014-2020

Número de cambios observados en el periodo		[1 – 3]	]3 – 6]	]6 – 10]	>10
Número de afiliados que traspasaron fondos		796.308	149.426	88.506	164.280
Diferencia rentabilidad estrategia menos inicial	Promedio	-5,7%	-6,6%	-5,9%	-4,0%
	Mediana	-5,3%	-5,9%	-5,0%	-3,6%
Diferencia rentabilidad estrategia menos defecto	Promedio	-3,9%	-5,5%	-5,4%	-5,6%
	Mediana	-3,0%	-4,9%	-4,9%	-5,5%
Ganadores estrategia	Fondo inicial	183.625 (23,1%)	32.858 (22%)	25.605 (28,9%)	61.349 (37,3%)
	Fondo defecto	222.428 (27,9%)	32.305 (21,6%)	25.362 (28,7%)	47.920 (29,2%)

Fuente: Superintendencia (2020, p. 9).

### **III.- RELACIÓN DEL TRABAJO DESARROLLADO POR LA COMISIÓN EN EL CUMPLIMIENTO DE SU COMETIDO.**

#### **1.- Sesiones celebradas.**

La Comisión se constituyó el 26 de mayo de 2021. Celebró diez sesiones, se recibieron las exposiciones de instituciones y particulares, y despacharon veintiún oficios de investigación.

#### **2.- Oficios despachados.**

<b>Sesión</b>	<b>Fecha</b>	<b>Oficio</b>	<b>Destino</b>	<b>Referencia</b>	<b>Respuesta</b>
6 <sup>a</sup>	26 07 21	21/202 1	Senadora Ximena Rincón	Invitación	(No requiere respuesta)
6 <sup>a</sup>	26 07 21	20/202 1	Gino Lorenzini, Felices y Forrados	Reitera Invitación	(No requiere respuesta)
5 <sup>a</sup>	23 07 21	19/202 1	Pdte. Consejo de Pensiones, J Echeñique	Reitera Invitación	(No requiere respuesta)
5 <sup>a</sup>	21 07 21	18/202 1	Gino Lorenzini, Felices y Forrados	Invitación	(No requiere respuesta)
5 <sup>a</sup>	21 07 21	17/202 1	Oscar Landerretche	Invitación	(No requiere respuesta)
5 <sup>a</sup>	21 07 21	16/202 1	Luis Mesina, No + AFP	Invitación	(No requiere respuesta)
5 <sup>a</sup>	19 07 21	15/202 1	Presidente Cámara de Diputados	Solicita prórroga	Respuesta recibida el 09/08/2021
4 <sup>a</sup>	14 07 21	14/202 1	Pdte. Consejo de Pensiones, J Echeñique	Invitación	(No requiere respuesta)
4 <sup>a</sup>	09 07 21	13/202 1	Jaime Casassus	Invitación	(No requiere respuesta)
3 <sup>a</sup>	23 06 21	12/202 1	Presidente Comisión Mercado Financiero	Invitación	(No requiere respuesta)
3 <sup>a</sup>	23 06 21	11/202 1	Presidente Banco Central	Reitera invitación	(No requiere respuesta)
3 <sup>a</sup>	14 06 21	10/202 1	Presidente Comisión Mercado Financiero	Invitación	(No requiere respuesta)
3 <sup>a</sup>	14 06 21	9/2021	Pdte. Banco Central	Reitera invitación	(No requiere respuesta)
2 <sup>a</sup>	09 06 21	8/2021	Director del Sernac	Invitación	(No requiere respuesta)
2 <sup>a</sup>	07 06 21	7/2021	Pdte. C° Mercado Financiero	Invitación	(No requiere respuesta)
2 <sup>a</sup>	07 06 21	6/2021	Pdte. Bco. Central	Invitación	(No requiere respuesta)

1 <sup>a</sup>	26 05 21	5/2021	Superintendente de Pensiones	Invitación	(No requiere respuesta)
1 <sup>a</sup>	26 05 21	4/2021	CDTV	Solicita tv	(No requiere respuesta)
1 <sup>a</sup>	26 05 21	3/2021	Director de la BCN	Solicita asesoría	Respuesta recibida el 31/05/2021
1	26 05 21	2/2021	Jefe de Redacción CDD	Solicita taquígrafos	(No requiere respuesta)
1	26 05 21	1/2021	Pdte. Cámara de Diputados	informa Presidente y días y horarios de funcionamiento	(No requiere respuesta)

### **3.- Personas que declararon ante la Comisión.**

#### **1.- El Superintendente de Pensiones, don Osvaldo Macías Muñoz.**

En primer lugar, comenzó por adelantar que expondrá a la Comisión una presentación que consigna el marco regulatorio que se aplica a estas asesorías previsionales y las facultades de la Superintendencia de Pensiones. Luego, informará acerca de la actividad de supervisión que la superintendencia efectuó antes de la aplicación de la ley N° 21.314, publicada el 13 de abril del presente año, y relevando que dicha norma permitió la supervisión de los recomendadores colectivos, ahora denominados asesores financieros previsionales.

Aclaró que pese a no tener facultades para supervisar a estos recomendadores colectivos, quienes fundamentalmente se enfocaban en los cambios de fondos, la superintendencia, de igual forma, usando sus facultades para proteger a los afiliados, dictó algunas medidas para atenuar los impactos negativos de los cambios de fondos masivos y efectuó estudios sobre el resultado de esos cambios de fondos de los afiliados, para luego difundirlos a través de su página web y los medios de comunicación. Finalmente, la presentación mencionará las conclusiones al respecto.

En cuanto al marco regulatorio, los órganos del Estado y la superintendencia deben actuar dentro del ámbito que les permite la Constitución y las leyes. Al respecto, indicó que se rigen por las leyes de fondos de pensiones: decreto ley N° 3.500, ley N° 20.255 y el estatuto orgánico, siendo ese el marco en el cual la superintendencia puede ejercer su acción.

De acuerdo con la ley, *“Corresponderá a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, la supervigilancia y*

*control de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y el ejercicio de las funciones y atribuciones que establece esta ley.”.*

De esta forma, según la ley N° 20.255, de 2008, que estableció una reforma previsional, la superintendencia tendrá la atribución de velar para que las instituciones fiscalizadas cumplan con las leyes, reglamentos y normas que dicte la superintendencia. En ese sentido, específicamente su artículo 47, número 11, dispone que la superintendencia debe “Constituir y administrar el Registro de Asesores Previsionales.”.

En el artículo 171 del decreto ley N° 3.500, agregado por esta misma ley de reforma previsional, de 2008, se establece que “*La asesoría previsional tendrá por objeto otorgar información a los afiliados y beneficiarios del Sistema, considerando de manera integral todos los aspectos que dicen relación con su situación particular y que fueren necesarios para adoptar decisiones informadas de acuerdo a sus necesidades e intereses,...*”. Es muy importante, porque la ley precisa, y la historia de la ley también lo demuestra, que las facultades reguladoras y fiscalizadoras de la superintendencia van dirigidas a quienes realizan asesorías previsionales personalizadas, no quedando, por lo tanto, dentro del perímetro regulatorio las asesorías o recomendaciones colectivas.

Recordó que en 2008, cuando se aprobó la reforma previsional, estas recomendaciones colectivas de cambios de fondos no existían. Entonces, no fue una materia que el legislador y el Poder Ejecutivo tuvieran en mente en ese momento, porque solo existían recomendaciones a las personas, especialmente, dirigidas a aquellas próximas a pensionarse. No estaba pensada para regular asesorías o recomendaciones colectivas que surgieron posteriormente a la aprobación de esta ley.

No obstante, dando cuenta de esta situación, precisamente, el 13 de abril de este año se publicó una ley que apuntaba a regular y supervisar a los denominados asesores financieros previsionales, que, precisamente, son aquellos asesores no personalizados o colectivos, que estaban fuera del perímetro regulatorio y que surgieron después de la reforma de 2008, por lo que no fueron objeto de regulación en dicha reforma.

Respecto del contenido de la ley recientemente aprobada por el Congreso Nacional, apuntó que se refiere a las personas naturales o jurídicas que realicen las actividades del inciso primero, esto es, otorgar información a los afiliados y beneficiarios del sistema previsional de forma no personalizada, dirigidas por cualquier medio, a los afiliados, beneficiarios o pensionados del sistema, o a grupos específicos de aquellos, respecto de esta materia, incluyendo la transferencia entre tipos de fondos.

En este caso, se entra a regular a los asesores financieros previsionales, es decir, a estos recomendadores colectivos, que, hasta ahora, están enfocados, básicamente, en recomendar transferencias de tipos de fondos. Precisó que en esta oportunidad la legislación también se adelanta a que puedan ejercer posteriormente otro tipo de actividades, siendo más específica, e incluyendo la transferencia entre tipos de fondos.

Declaró que a partir del 1 de julio estos asesores financieros previsionales van a quedar bajo la supervisión conjunta de la Superintendencia de Pensiones y de la CMF, y que, a más tardar el primer día hábil de octubre, quienes estén efectuando estas actividades tienen que estar inscritos en un registro especialmente administrado por ambas entidades supervisoras.

En definitiva, la ley N° 21.314, de abril del presente año, ha creado una nueva categoría para la actividad de entrega de información previsional, que es la asesoría previsional de carácter colectivo, sumándose a la que ya existía y que estaba dentro del perímetro regulatorio, que era la asesoría previsional de carácter personalizado.

Explicó que no obstante lo anterior, la superintendencia también efectuó actividad regulatoria y supervisora en el marco legal. Al respecto, en relación a qué ha hecho específicamente hasta antes de la aprobación de esta ley, sostuvo que, en primer lugar, ha ejercido sus facultades integralmente sobre los asesores previsionales personalizados. Estos asesores están regulados y supervisados desde que lo dispuso la reforma previsional de 2008.

Aclaró que este no es el objeto de esta comisión investigadora, y por lo tanto, no es un tema abordado por esta presentación. Sin embargo, manifestó que si la Comisión estima conveniente conocer respecto de la labor de la superintendencia dirigida a asesores individuales, se encuentran disponibles para ello.

No obstante, respecto de este tipo de asesores personalizados, la superintendencia sí efectuó una labor de supervisión, también, sobre quienes, no encontrándose inscritos en el registro de la superintendencia, estaban ejerciendo esta actividad. Aclaró que lo anterior se deja en claro porque esta actividad también es bastante limítrofe con la que ejercen los asesores de carácter colectivo.

En efecto, había o hay entidades ejerciendo esta actividad de recomendadores, sin estar inscritos en el registro, y la superintendencia requería identificar si estas actividades eran ilegales y si correspondían a aquellas que estaban supervisadas e identificadas en la ley de 2008, o si estaban dentro del perímetro de aquellas recomendaciones colectivas que no estaban supervisadas hasta la aprobación de esta ley.

Además, relevó que la superintendencia se ha preocupado de informar a los afiliados sobre los efectos que tienen las recomendaciones colectivas de cambios de fondos, y ha dictado normas para mitigar sus efectos negativos. Es decir, pese a que esta actividad no está supervisada, la superintendencia se preocupó de advertir a los afiliados de sus efectos y de mitigar sus eventuales impactos negativos.

A continuación, se refirió a las actividades que ha realizado la superintendencia para identificar si las recomendaciones que se estaban efectuando por personas no inscritas en sus registros estaban al margen de la legalidad o no estaban bajo su perímetro regulatorio.

A modo de ejemplo de la actividad supervisora, indicó que en orden cronológico, el primer fondo que se detectó que estaba efectuando actividades de recomendaciones o de asesorías a las personas se llamaba FondoAlerta, que fue detectado a mediados de 2009, es decir, posterior a la ley de 2008. En este caso, la superintendencia investigó y la sociedad en cuestión respondió en términos muy sintéticos que el servicio prestado era una recomendación general, idéntica para todos los suscriptores, que agregaba información al afiliado, obtenida de fuentes públicas y no consideraba de manera integral todos los aspectos en su situación particular. Por lo tanto, señalaba que su labor no correspondía a asesorías de las reguladas en la ley y que, por tanto, solicitaba a la superintendencia revocar el oficio señalado, inicialmente, donde se ordenaba su suspensión de actividades. Además, entregó más antecedentes a través de cartas enviadas posteriormente.

Finalmente, la superintendencia, luego de culminar su investigación y recibir los descargos de la entidad a la cual se había ordenado cesar sus actividades, resolvió que de la información acompañada no se había podido establecer que exista otra asesoría que la de carácter general; por lo cual no cumplía respecto de este tipo de asesorías todos los requisitos a los cuales alude la ley para describir lo que se entiende por asesoría previsional.

Un segundo caso es el del sitio web Felices y Forrados, que surge a inicios de 2012, en el cual la superintendencia también tomó conocimiento de la existencia de dicho sitio en internet, a través del cual se otorgaba asesoría previsional a los afiliados del sistema. Se inició un proceso de fiscalización para determinar, al igual que en el caso anterior, si la entidad realizaba asesorías personalizadas sin estar inscritas en los registros, lo que sería una falta a la legislación. La investigación tuvo nuevamente descargos de los involucrados.

En esta ocasión, la entidad Felices y Forrados sostuvo que no ejercía como asesora previsional, sino que solo cumplía el rol de intermediaria, ya que vía correos electrónicos enviaba su opinión sobre el comportamiento de los multifondos. De manera que se solicitó complementar la información y se profundizó la investigación.

Entretanto, Felices y Forrados comunicó su decisión de bajar voluntariamente la página web hasta reformular los contratos, para contar con un texto adecuado que no indujera a error a sus suscriptores.

Finalmente, la superintendencia concluyó que la entidad podía prestar ese servicio a quienes se suscribieran a su página, pero haciendo presente que cualquier otra información previsional adicional que entregara podría encuadrarse en las conductas descritas en la ley y que, en ese caso, inmediatamente instruirá la suspensión del servicio, sin perjuicio de adoptar las medidas que las disposiciones legales establecen. En consecuencia, nuevamente este caso es similar al anterior, en que la asesoría, consultoría o recomendaciones eran de carácter colectivo y no personalizada uno a uno para la situación particular de cada persona, por lo tanto estaba fuera del perímetro regulatorio.

Posteriormente, la superintendencia observó que seguían apareciendo estos sitios web y plataformas en redes sociales con nuevos recomendadores previsionales, lo que generó un proceso de supervisión en el cual se recorría estos sitios para analizar si se encontraba ese tipo de actividades y si estaban o no registrados en la superintendencia, la que tiene registrados aproximadamente a 600 asesores previsionales personalizados. Entonces, se pareaba contra ese registro y se analizaba si la actividad que realizaban estas plataformas web correspondía a asesorías personalizadas y, de ser así, que quienes las otorgaban se encontraran inscritos en el registro.

Explicó que lo primero que se hace, y se sigue haciendo, es detectar las entidades que realizan esta actividad, para lo cual se monitorean los sitios web, internet y redes sociales para ver si existe ese tipo de asesoría.

Luego, en aquellas entidades que ofrecen asesoría personalizada, se verifica si sus integrantes están inscritos en el registro. Si no lo están y se trata de una asesoría personalizada, se oficia a la entidad, instruyendo el cese del servicio y, en su caso, se denuncia al Ministerio Público por realizar una actividad fuera del marco de la ley.

En caso de no concluir que la entidad realiza asesorías personalizadas y que, por ende, son de tipo colectivo, se oficia a la entidad, a fin de determinar con precisión el tipo de asesoría que realiza, y si en base a lo anterior se determina que se trata de una asesoría colectiva, queda fuera del alcance de la supervisión.

Aseguró que siempre se efectúa un seguimiento en las instrucciones de la superintendencia. Por supuesto, todo lo anterior, previo a la ley N° 21.314, que establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados, regula la asesoría previsional, y otras materias que indica.

Posteriormente, se refirió a algunos ejemplos de casos supervisados adicionales a los anteriores:

El sitio de internet “sumafondos.com” respecto del cual se concluyó que se trataba de asesorías personalizadas, no inscritas en el registro. Por lo tanto, se instruyó el cese de operaciones y se denunció al Ministerio Público. Actualmente, ese sitio web no existe, sin embargo, mantiene un perfil abierto en Twitter y en Facebook, pero sin movimientos desde 2017.

También se instruyó el cese de operaciones del sitio web “previsionarte.cl” y se realizó la denuncia al Ministerio Público por estar ejerciendo actividades fuera del marco legal. Actualmente no existe dicho sitio web.

En cuanto al sitio web “asesoriaAFP.cl, tampoco existe y la empresa acogió la instrucción de la superintendencia de cesar sus operaciones.

En el caso de “ACFondos.cl”, se concluyó que no entregaba asesoría personalizada, sino colectiva.

Por su parte, actualmente no existe el sitio web “Inviertafacil.cl”, respecto del cual se concluyó que entregaba asesoría no personalizada, de tipo colectiva.

“Misionmultifondo.cl” actualmente no tiene sitio web operando, pues la empresa acogió la instrucción de la superintendencia de poner término a sus operaciones por tratarse de asesorías personalizadas no inscritas.

Respecto a “AFPenlinea.cl” la investigación concluyó que entregaba asesoría no personalizada, por lo tanto no estaba incurriendo en infracciones legales.

En cuanto a “Tiempoparaganar.cl”, se investigó y se concluyó que entregaba asesorías no personalizadas.

En el caso de “Neofuturo.cl”, se concluyó que efectuaba asesorías personalizadas no inscritas, en consecuencia se instruyó el cese de operaciones y se denunció ante el Ministerio Público. Actualmente, no existe dicho sitio web.

En efecto, comentó que los ejemplos mencionados corresponden a casos supervisados que se suman a los dos anteriores, y muestran las actividades de supervisión de la superintendencia respecto de las cuales denunció ante el Ministerio Público y se instruyó el cese de actividades. En cambio, aquellas actividades que correspondían a asesorías colectivas, al estar fuera del perímetro regulatorio, no podían supervisarse por la superintendencia. Sin embargo, aun cuando los recomendadores colectivos no han estado bajo el perímetro de supervisión, de todas formas, el servicio igual ha impartido instrucciones, con el propósito de proteger y resguardar el interés de los afiliados al sistema previsional, considerando que la actividad de estos recomendadores colectivos, hasta ahora, ha estado enfocada fundamentalmente a recomendar cambios de fondos.

Dado lo anterior, la superintendencia, aun cuando no podía supervisar ese tipo de recomendadores colectivos, dictó las siguientes normas:

La primera norma con el objeto de aminorar el impacto en precios de los activos por el alto volumen de operaciones. Estas actividades mueven mucho dinero y a muchos afiliados, por lo que la situación podía llevar a alterar los precios de los instrumentos financieros con liquidaciones masivas de títulos financieros en el mercado y terminar afectando a los propios afiliados. Por consiguiente, si el mercado se inunda con muchas transacciones, puede llevar a bajas en el precio que afecten la rentabilidad de los fondos de manera negativa. Por lo tanto, cuando el monto de los traspasos de fondo supera el 5 por ciento del valor de este, la administradora debe materializar las operaciones solo hasta ese monto, de modo que no superen dicho porcentaje. En el caso de los traspasos que superen el 5 por ciento, quedan en compás de espera y se materializan al día o en días siguientes. Reiteró que nunca pueden pasar el 5 por ciento.

Las solicitudes de traspaso se ordenan de acuerdo con el orden de llegada; las primeras que llegan son las primeras que se ejecutan hasta el

tope del 5 por ciento y luego se siguen ejecutando hasta terminarlas, siempre respetando el límite de 5 por ciento diario, a fin de evitar el impacto negativo que pueden causar las liquidaciones masivas de instrumentos, que terminan afectando a los afiliados de la administradora de fondos de pensiones.

Una segunda norma es que se establece un formulario disponible en la agencia y un mensaje en la página web de la administradora cada vez que la persona se cambie de fondo, que indican lo señalado anteriormente, respecto de que el cambio se lleva a cabo en la medida en que no supere el 5 por ciento del total del fondo. De otra manera, hay que esperar hasta que se pueda materializar el traspaso.

Además, hay otros mensajes a través de los cuales el afiliado, antes de tomar cada decisión, debe manifestar que conoce las características de las inversiones, la rentabilidad y el riesgo de cada tipo de fondo de pensiones. La idea es que la persona lo haga de manera informada.

Una tercera norma adoptada para evitar que los precios de los instrumentos financieros que están en las carteras de los fondos se vean afectados por variaciones negativas de valor debido a estos traspasos es permitir la transferencia interfondos de pensiones. En este caso, todo lo anterior es controlado diariamente por la superintendencia y los precios de transferencia deben corresponder al valor de mercado de los instrumentos financieros, determinado por la ley y entregado diariamente por la superintendencia. Eso se hace para mitigar los efectos negativos de los traspasos muy masivos.

Un cuarto aspecto regulado por la superintendencia se refiere a informar al afiliado que realiza cambios de fondos. Cada vez que una persona decide cambiar el saldo de su cuenta de capitalización individual a otro fondo, debe ingresar al sitio web de su administradora. Si ha realizado traspasos de ese tipo una o más veces en los 12 meses anteriores a la fecha en que desea efectuar un nuevo cambio la AFP debe presentarle información sobre la rentabilidad obtenida por los distintos fondos de pensiones y por su cuenta obligatoria, lo que permite al afiliado saber cómo le fue con su último cambio de fondo. La entrega de ese informe se debe hacer en forma previa a dar curso a la nueva solicitud de cambio, y el afiliado, luego de ver esa información, debe ratificar su decisión de cambiarse de fondo.

También se señala al afiliado que los recursos de su cuenta tienen como fin exclusivo el pago de pensiones, por lo cual, al cambiarse de fondo, debe considerar sus preferencias entre riesgo y retorno en un horizonte de inversión de largo plazo.

Adicionalmente, se le invita a utilizar el simulador de pensiones disponible en el sitio web de la Superintendencia de Pensiones, para comprobar lo que significa estar en cualquier tipo de fondo. Asimismo, se le informa que la rentabilidad es variable, por lo que nada garantiza que las rentabilidades se repitan.

Subrayó que la superintendencia entiende que los afiliados que se cambian de fondo tienen derecho a ello, por lo tanto, luego de hacer todas las indicaciones y advertencias del caso, debe asegurarse de que tales cambios se realicen en forma correcta, resguardando los intereses de los mismos.

Entre otras materias, se supervisa continuamente que los sitios web operen correctamente, ya que muchas veces se ven sometidos a una enorme presión debido a los cambios de fondos.

También se fiscaliza que se cumpla la regla del máximo de 5 por ciento de traspaso diario, que se cumplan las normas de información y se supervisan los reclamos que presentan los afiliados sobre sus cambios de fondo. Toda esa información es continua y permanente, sobre todo a las administradoras.

La superintendencia también se ha preocupado de informar y de estudiar lo que ha pasado con los cambios de fondos. Al afiliado se le entrega información a través del sitio web de la superintendencia sobre, por ejemplo, los tipos de fondos que existen y en cuáles de ellos le conviene ubicarse. Generalmente las personas jóvenes son más aptas para fondos de mayor riesgo esperado, porque les falta mucho para jubilarse y tienen tiempo para recuperarse de eventuales fluctuaciones negativas. En cambio, a las personas de mayor edad no se les recomienda estar en un fondo muy riesgoso, porque, ante fluctuaciones negativas, tienen poco tiempo para recuperarse. Esa información está en el sitio web, por lo que se han emitido notas técnicas y sucesivas a través del tiempo.

La primera se emitió en junio de 2013, y en ese caso en particular se presentó información sobre el asesor previsional que operaba en forma mayoritaria en aquella época, que era Felices y Forrados. Al respecto, se siguió la estrategia de cambios de fondos de Felices y Forrados en el periodo 2010-2013 y se evaluó específicamente su estrategia para un año, de abril de 2012 a marzo 2013; se vio qué resultaba de la estrategia recomendada por Felices y Forrados. La comparación consistió en seguir las recomendaciones derivadas de esa estrategia de cambios de fondos versus no seguirla, y en cuyo caso los resultados fueron que casi dos tercios de los afiliados obtuvieron peor rentabilidad que el fondo de pensiones de peor desempeño en ese periodo, o sea, la estrategia activa de cambios de fondos no funcionaba y, prácticamente en dos tercios de los casos, el resultado obtenido con las recomendaciones de Felices y Forrados fue superado por el del fondo con peor desempeño de todas las administradoras en ese periodo.

Otra conclusión fue que la mayoría de los seguidores de ese “recomendador” obtuvo un resultado peor en comparación con la rentabilidad pasiva de sus fondos, es decir, sin haber hecho nada, quedándose en el fondo en que estaba. En definitiva, ese primer estudio mostró que los resultados eran perjudiciales al seguir esa estrategia de cambio de fondos.

Posteriormente, en mayo de 2020, se hizo un estudio mucho mayor, que no se identificó con lo que hacía un determinado “recomendador”, sino que se centró, con un enfoque mucho más preciso, sobre cada afiliado que se cambió de fondo entre marzo de 2014 y enero de 2020.

Así las cosas, lo primero que se comprobó fue que en ese período se verificó un gran aumento de traspasos, esto es, entre 2018 y 2019 subieron a casi 2 millones de traspasos, lo que representa casi el 30 por ciento del valor de los fondos. De tal forma, se comparó la estrategia de los afiliados que se cambiaban de fondo con lo que hubiera pasado si se quedaban con la estrategia por defecto señalada en la ley: afiliados jóvenes al fondo B, afiliados intermedios al fondo C y afiliados de mayor edad al fondo D -esa es la estrategia por defecto-, o bien mantenerse en el saldo, que es el fondo en que se encontraba el afiliado antes de haber realizado el cambio.

En síntesis, había dos estrategias: una era por defecto, que está en la ley, y la otra consistía en no haber hecho nada, sino quedarse en el mismo fondo en que estaba. Esas dos estrategias, que son pasivas, se compararon con la estrategia activa de los afiliados que se cambiaron de fondo. Se obtuvo como resultado que, en tres cuartas partes de los casos, el 75 por ciento de los afiliados que se cambió de fondo en ese período obtuvo un peor desempeño que si se hubiera quedado donde estaba o hubiese seguido la estrategia por defecto señalada en la ley. Indicó que el referido estudio, al igual que el anterior, está disponible y publicado en la página web de la superintendencia.

Posteriormente, se actualizó esa información para incluir el período de la crisis derivada de la pandemia, y se extendió hasta noviembre de 2020, ya que el anterior llegaba hasta mayo de ese mismo año. En este caso las conclusiones no cambiaron, observándose que seguían aumentando los cambios de fondos, ya que las personas se cambiaban activamente de fondo pensando en que podían obtener réditos con esa estrategia. Lo que se advirtió nuevamente fue una estrategia poco exitosa.

El análisis fue incluso más concluyente que el anterior, ya que se vio que el 80 por ciento de los afiliados que se cambiaron de fondo tuvieron un peor desempeño en su estrategia que si se hubieran quedado en su fondo original o hubiesen seguido la estrategia por defecto que señala la ley.

Por lo expuesto, declaró que es un mal negocio cambiarse permanentemente de fondo, y que ello se encuentra publicado en el sitio web. Añadió que toda esa información fue difundida a través de comunicados de prensa para que los afiliados pudiesen informarse sobre el resultado del cambio periódico de fondo.

Concluyó que a la fecha la superintendencia solo cuenta con facultades para regular y supervisar a quienes realizan asesorías previsionales personalizadas, labor que no se aborda en esta presentación, sin embargo, enfatizó que se encuentran disponibles para compartir dicha información, si fuese necesario.

No obstante, precisó que, en caso de detectar a personas que estén efectuando asesorías personalizadas sin estar registradas, la superintendencia instruye de manera inmediata cesar la actividad y/o efectúa las denuncias pertinentes al Ministerio Público, todo ello con el fin de proteger a los afiliados. Quienes realicen tales actividades deben estar en un registro supervisado por la superintendencia, para que entreguen información correcta a las personas.

Expuso que en virtud de la reciente aprobación de la ley N° 21.314 por parte del Congreso Nacional, los asesores financieros previsionales -así se denominan en esta ley aquellos colectivos- deberán estar inscritos en el registro y quedarán bajo el perímetro regulatorio conjunto de la Superintendencia y la CMF.

Dicho lo anterior, y pese a que la Superintendencia no cuenta con facultades para supervisar a quienes efectúen recomendaciones colectivas, haciendo uso de sus atribuciones, y con el fin de proteger a los afiliados, la Superintendencia siempre ha regulado, supervisado e informado oportunamente en materia de cambios de fondos y su impacto en el saldo de la cuenta del afiliado, actividad que desarrollan estos recomendadores.

Hizo hincapié que el propósito de cada una de las acciones señaladas ha sido proteger los intereses de las y los afiliados al sistema de pensiones.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, realizó las siguientes consultas al superintendente: Cuáles son los principales efectos que generan las recomendaciones de cambios de fondos en el cotizante. Adicionalmente, preguntó si se conoce cuánto dinero ganaba más o menos una empresa como “Felices y Forrados” o una empresa que ya está formalizada con ese tipo de asesoría, como asimismo, si podrían generarse mayores ingresos, adelantándose a las recomendaciones que ellos mismos hacen, lo que se conoce como *front running*. En esa misma línea, solicitó al superintendente explicar en qué consiste el *front running*, término que se usa mucho en este tipo de actividades, y si esa práctica podría estar, de alguna u otra manera, generando conflictos de intereses.

En relación a las dos variables (número de personas y número de fondos), **el diputado señor Saavedra** (Presidente) pidió mayor precisión sobre los efectos en el sistema y en las cuentas individuales de cada uno de los que asumen el cambio.

**El señor Macías** (Superintendente de Pensiones) procedió a dar responder las consultas de los señores diputados:

Respecto de los cambios de fondos, comentó que el último estudio que hizo la Superintendencia es el más completo, pues abarca seis años y está enfocado directamente en la cuenta individual de cada afiliado. De hecho, consideró a cada afiliado que hizo un cambio de fondos entre 2014 y 2020 y observó qué pasaba con ellos, para saber si le hubiera ido mejor cambiándose de fondos. De ese modo, señaló que los afiliados perdieron, en promedio, entre 5 y 6 por ciento de sus fondos, o sea, si no se hubieran cambiado, sus fondos habrían sido entre 5 y 6 por ciento superiores a los que tuvieron efectivamente por haber realizado el cambio. Sostuvo que fue un mal negocio para el 80 por ciento de los afiliados que hicieron uso de esta herramienta.

Además, se observó otro efecto pernicioso, consistente en que las administradoras de fondos de pensiones han tenido que considerar carteras mucho más líquidas, porque los movimientos que se ven en cada cambio de fondos supera los 5.000 millones de dólares en un período cortísimo, lo que hace que las

administradoras deban tener instrumentos financieros para liquidar y salir a afrontar esos cambios de fondos. En otras palabras, deben cambiar instrumentos financieros para irse a mayor o menor liquidez. Haciendo algunos supuestos incluso conservadores, mucha liquidez implica tener instrumentos menos rentables, como más depósitos a plazo, más herramientas de corto plazo del Estado, entre otros.

Ante ese escenario, los fondos de pensiones, en ese periodo, pudieron haber perdido, en promedio, rentabilidades de 0,75 por ciento al año, por lo tanto son rentabilidades importantes que se pierden. En general, los afiliados que se cambian de fondo perdieron entre 5 y 6 por ciento de sus dineros en ese período, pero también los que se quedan en su fondo y no se cambian generan una pérdida indirecta, porque sus fondos de pensiones rentan menos por efecto de que las AFP tienen carteras muy líquidas.

Manifestó relevante considerar que una persona que tiene un 1 por ciento menos de rentabilidad durante todo el período en que está ahorrando, obtiene una pensión cerca de 20 por ciento menor. Precisó, que el efecto para una persona que se cambia frecuentemente de fondos se traduce en una pérdida real de 0,8 por ciento al año en promedio, porque el 5 o 6 por ciento que perdieron fue en el período y, además, pierde por efectos de la cartera menos líquida. Entonces, una persona que se cambia mucho de fondos pierde por dos lados: por una parte, por cambiarse de fondos y, por otra, porque la cartera de su AFP está menos líquida. A mayor abundamiento, pierde alrededor de 1 por ciento real al año, lo que implica aproximadamente entre 15 y 20 por ciento menos de pensión.

Recalcó que lo anterior se debe a la creencia de los afiliados de que pueden ganarle al mercado y sobre aquello la literatura especializada a nivel mundial demuestra que eso es falso; nadie le gana al mercado, y si lo hace, evidentemente está en una posición extraordinaria para hacerse multimillonario.

Ahora bien, respecto de si efectivamente podría haber *front running*, declaró desconocerlo porque no cuentan con facultades de supervisión. No obstante ello, señaló que una persona o un recomendador que mueve fondos tan cuantiosos sí sabe lo que va a pasar; a lo menos, sabe si está recomendando irse al fondo A, que los fondos de pensiones tendrán que comprar muchos instrumentos de renta variable, porque el fondo A posee muchos instrumentos de ese tipo, y sabe, por tanto, qué instrumentos tendrá que vender, porque conoce dónde estaba la última recomendación.

Indicó que si la última vez se recomendó “irse al fondo E”, pero ahora se indica “cambiarse al A”, se sabe que tendrá que liquidar elementos de renta fija y comprar instrumentos de renta variable. Declaró que un recomendador que mueve tanto dinero, sabiendo la fecha en que se va a cambiar la persona, puede tomar posición en divisas, en tasas de interés o en renta variable.

Reiteró desconocer si lo harán, porque no tienen facultad de supervisión, pero opinó que el conflicto de intereses evidentemente existe. Añadió que también se sabe que los precios del mercado se mueven y, además, lo

saben los otros actores del mercado. Todos los actores del mercado están pendientes de los cambios de fondos, porque saben que salta el dólar, la tasa de interés o los instrumentos de renta variable y que, por lo tanto, pueden tomar posiciones contra la AFP y los afiliados. Puntualizó que el que realmente lo puede hacer con anticipación es el que hace las recomendaciones. Aseguró que no pueden regular ni supervisar nada más que lo que la ley les indica y, además, no tienen fiscalización del mercado de capitales, sino solo del fondo de pensiones.

Hizo presente que la nueva ley, aprobada en abril por el Congreso Nacional, ataca esos puntos y establece distintas prohibiciones. Explicó que por las facultades que le otorga tanto la Comisión para el Mercado Financiero, que sí tiene facultades para ir sobre otras entidades con la nueva ley, como lo que pueden tener, esas actividades podrán ser supervisadas de mejor manera, pero hasta ahora eso les está vedado; sin embargo, el conflicto de intereses existe.

Declaró que carecen de información oficial de cuál es la actividad lucrativa que está detrás, sin embargo, indicó que sí informalmente han sabido -y se ha dicho públicamente- que la inscripción a un sitio de ese tipo vale alrededor de 2.000 pesos mensuales y que el recomendador más grande tendría, a lo menos, entre 50.000 y 200.000 clientes. En consecuencia, se podría pensar que ese recomendador recibe mensualmente entre 300 o 400 millones de pesos por esos cambios de fondo. Sin perjuicio de que es información extraoficial, eso es lo que se ha señalado por distintas vías.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, preguntó por los mitos que surgieron respecto al tema de los asesores previsionales o de inversiones, particularmente, en relación a Felices y Forrados, que es la que mueve la mayor cartera. Preguntó qué tan cierto es el mito del corralito y si las tablas de mortalidad efectivamente consideran expectativas de vida hasta 110 años,

**El diputado señor Labra** *en relación al front running* preguntó por qué la superintendencia no tenía facultades de fiscalización en la ley anterior, a pesar de que a todas luces debió haberlas tenido y cuáles son los motivos de aquello y el aprendizaje para la institución.

**El señor Macías** (Superintendente de Pensiones) respecto a los mitos señalados, comentó que en la superintendencia se observó, como circulaban muchas creencias sobre el sistema previsional, tales como, la forma en cómo operaba, sus reglas, entre otras. Por ello, hicieron una indagación por redes sociales y levantaron una enorme cantidad de afirmaciones que eran inexactas o derechamente falsas, para luego publicarlas en el sitio web. Preciso que en la sección de educación previsional tienen un informe explicando mediante un lenguaje comprensible si tales afirmaciones eran o no falsas y a través de un comunicado de prensa, hicieron un documento que tuvo bastante difusión para que la gente se enterara de que ahí estaba esa información.

Afirmó que la cantidad de mitos es muy grande y de acuerdo a lo que está publicado en la página web se puede apreciar que muchos de ellos son falsos.

Respecto al caso del corralito y los cambios de fondos específicamente, recordó que han sostenido que los afiliados deben tener la posibilidad de cambiarse de fondo.

Cuando se creó la denominada ley de los multifondos, el objetivo fue alinear las preferencias y los riesgos de la gente en un horizonte de largo plazo esto es, que una persona joven que no tuviera una gran aversión al riesgo comprendiera o se asesorara respecto de que puede ser que los fondos de pensiones bajen en determinados períodos, pero por tratarse de personas que jubilarán en 30 o 40 años más, se podían ir a los fondos más riesgosos, que en el largo plazo, eran más rentables. Por el contrario, las personas que no querían correr muchos riesgos o que ya estaban en edad cercana a jubilar, debían irse a fondos menos riesgosos. Enfatizó que cuando se creó la denominada ley de multifondos jamás se pensó que los afiliados tratarían de ganarle a los mercados, porque nadie lo puede hacer.

Clarificó que el espíritu de la ley nunca fue que las personas pudieran cambiarse de fondo cuando lo desearan, pero siempre dentro de un marco razonable.

Hizo presente que ante los efectos dañinos que estaba provocando esa enorme cantidad de cambios de fondos, apoyaron una mayor regulación para beneficiar a las personas, y jamás para perjudicarlas, cuidando de que pudieran cambiarse de fondos en un número razonable de veces al año y no que siguieran dañándose a sí mismas con estos saltos o movimientos tan sucesivos. Aseguró que ese fue siempre el objetivo del proyecto de ley que fue votado en contra en la Comisión de Trabajo y Seguridad Social de la Cámara de Diputados, pero que sigue vigente.

En ese contexto, declaró que no hay ningún corralito. El sistema previsional es obligatorio para las personas, como ocurre en todo el mundo. Si la gente no es obligada a cotizar para su pensión, no lo hace, porque tiene otras necesidades que cubrir en el corto plazo y ve las pensiones muy lejanas. Por ello, afirmó, que no hay ninguna parte del mundo donde los sistemas de pensiones no sean obligatorios, porque si no lo son no hay cotización. En ese sentido, los fondos de pensiones están regulados y supervisados para que las personas estén obligadas a imponer y tan así es que, no pueden sacar el dinero, salvo excepciones, o lo hacen a menos que se pensionen.

Lo que sucede con los cambios de fondos de pensiones es un tema menor al interior del sistema de pensiones, como tantas otras cosas que deben ser reguladas. En ese sentido, las personas no son expertas en sistemas financieros y, por lo tanto, deben ser protegidas. Clarificó que ese es el contexto, y aseguró que no hay corralito alguno. Finalmente señaló que el corralito es un eslogan erróneo sacado de contexto de algo que ocurrió en otros países y que no tiene nada que ver con esto.

Respecto de las tablas de mortalidad de las AFP, señaló que son calculadas con el dato de la población previsional. En ese sentido, otro hecho importante que señalar es que generalmente se comparan las expectativas

de vida del Instituto Nacional de Estadísticas (INE) con las expectativas de vida de las tablas previsionales. Las tablas previsionales son dictadas en conjunto por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Superintendencia de Pensiones (SP) y regulan las reservas técnicas que las compañías de seguros de vida tienen en rentas vitalicias, y el seguro de invalidez y sobrevivencia que deben tener, para cumplir sus obligaciones y para los cálculos de las pensiones por retiro programado de los fondos de pensiones.

Las tablas del INE dicen relación con las expectativas de vida que tiene cada persona al nacer. Es decir, cuando una persona va a nacer, dependiendo de si es hombre o mujer, tiene una determinada expectativa de vida en Chile y en todo el mundo. Pero, en el caso de los fondos de pensiones, la expectativa de vida no es al nacer, sino cuando la persona se acoge a jubilación. En este caso, si la persona vivió 50, 55 y 60 años, su expectativa de vida es mayor, porque cuando la expectativa de vida es al nacer hay gente que fallece antes de los 50 o 60 años. En general, la expectativa de vida del INE es más baja que la de los fondos de pensiones. Además, las tablas del INE se construyen con datos poblacionales que incluye a muchas personas que no están en el sistema de pensiones. Por eso también son distintas las expectativas de vida. En general, las expectativas de vida de todas las tablas previsionales, en cualquier parte del mundo, son mayores que las de la población en general.

Así las cosas, hoy en día la expectativa de vida de una mujer de 60 años es de 91 años y la de un hombre de 65 años es de 86 años. O sea, se calcula que un hombre de 65 años -edad legal de jubilación- vivirá hasta los 86 años y que una mujer de 60 años -edad legal de jubilación- vivirá hasta los 91 años. Esos cálculos resultan del comportamiento de los afiliados y de sus tasas de mortalidad en el sistema previsional durante el período que se observa, que son varios años. Ahora, como esas tablas funcionan en base a probabilidades, la probabilidad de que un hombre de 65 años llegue a los 66 años es casi segura, pero de que ese mismo hombre alcance a 110 años de edad es de 0,02 por ciento. En efecto, solo 2 de cada 10.000 hombres llegarán a 110 años de edad, y en ese sentido las tasas se calculan probabilísticamente. Así, un hombre que se jubila a los 65 años tendrá ciento por ciento de probabilidad de llegar a los 66 años, pero 0,02 por ciento de alcanzar 110 años. Por lo tanto, el impacto en la pensión que tiene la fecha final de la tabla, que son 110 años, es muy bajo. En cambio, el impacto que tiene la posibilidad de llegar a los 66 años es muy alto, porque es casi seguro que ahí estará la persona. En el caso de las mujeres de 60 años, tienen 0,2 por ciento de probabilidad de llegar a 110 años.

En cuanto a si los afiliados alcanzan 110 años en el sistema de pensiones declaró que sí, sin embargo aclaró que los afiliados hombres y mujeres que están en esa situación, son pocos. Sin embargo, lo relevante es saber cuántos de los afiliados que hoy tienen edades avanzadas llegarán a 110 años. Son pocos, y por eso las probabilidades son de 0,2 por ciento para las mujeres y de 0,02 por ciento para los hombres, lo que significa que los hombres mueren más rápido que las mujeres, pero el impacto de llegar a 110 años es muy bajo en las pensiones. En la pensión de un hombre de 65 años, en general, el período que influye es hasta los 86 años, porque después va bajando la probabilidad. Es así como se calculan las tablas de mortalidad en general.

## 2.- El Fiscal de la Superintendencia de Pensiones, señor Mario Valderrama Venegas.

Explicó que hasta antes de la denominada ley sobre agentes de mercado, la superintendencia tenía facultades para fiscalizar a las entidades y a las personas que realizaban asesorías previsionales personalizadas, no así -como bien señaló el superintendente en su presentación- respecto de los asesores colectivos, que recién a propósito de la denominada ley sobre agentes de mercado se discutió la pertinencia y prudencia de incorporarlos dentro del perímetro regulatorio de la Superintendencia de Pensiones, siendo también incorporados al final de la tramitación a la Comisión para el Mercado Financiero. Por tanto, toda la fiscalización previa que se realizó a la denominada ley sobre agentes de mercado tenía como único objeto determinar si esas entidades o personas realizaban actividades de asesoría previsional personalizada y, en consecuencia, estaban directamente fiscalizadas por la superintendencia conforme a la ley vigente en esa época, específicamente en el artículo 171 del decreto ley N° 3.500.

**El diputado señor Labra** pidió referirse a la diferencia que se empieza a producir entre asesoría personalizada y recomendadores colectivos.

Respondiendo a lo anterior, **el señor Valderrama** (fiscal de la Superintendencia de Pensiones) señaló que la diferencia en ambos casos es que la asesoría previsional personalizada atiende a características específicas individuales del asesorado, como, por ejemplo, edad o fondo en el que se encuentra, en cambio la asesoría previsional colectiva o, como está en la ley, asesorías financieras previsionales, es una recomendación general que no tiene especificidad respecto de la persona a la cual se asesora. Un ejemplo de ello son las recomendaciones de cambios de fondos, que no dice relación con las características particulares de la persona asesorada. Esa es básicamente la diferencia entre ambas categorías.

Detalló que en el caso de las asesorías personalizadas, son entidades y personas que han estado en el perímetro regulatorio de la Superintendencia de Pensiones desde mucho antes.

Ahora, según la ley de agentes de mercado, tales asesores colectivos o, como se llaman en la ley, asesores financieros estarán incorporados en el perímetro regulatorio conjunto tanto de la Superintendencia de Pensiones como de la Comisión para el Mercado Financiero.

**La diputada señora Álvarez, doña Jenny**, calificó de compleja esta comisión investigadora, por cuanto no había forma de fiscalizar algunas situaciones por parte de las entidades de gobierno en el momento en que se constituyó.

Manifestó interés en que se invite a la comisión a los representantes de Felices y Forrados para tener información. Estimó que existen dos versiones totalmente contrapuestas respecto de esos asesores. Una es la que indica el superintendente y otra la información conocida públicamente tema por parte de los agentes que realizan esas asesorías, los cuales han dado

informaciones distintas respecto de lo manifestado por el superintendente, razón por la cual pidió mayor claridad respecto de lo que se ha expuesto.

Observó que tanto la regulación como el informe expuesto por el superintendente, al inicio de la sesión, en el cual se expresaba la intención de proteger los fondos de los afiliados, no han sido eficaces. Añadió que puede que las asesorías de Felices y Forrados o de quienes han querido ayudar a los afiliados a no perder sus fondos no hayan funcionado en 2012 o 2013, sin embargo, de igual manera, los afiliados han perdido sus fondos en las AFP.

Instó a no desconocer esa realidad y expresó que el estudio no le parece confiable, ya que tiene antecedentes de personas que se asesoraban por empresas y les iba muy bien.

Planteó que una interrogante importante a dilucidar es la situación de las AFP que han tenido tanta rentabilidad durante tantos años con los fondos de los afiliados, mientras las pensiones han sido y siguen siéndolo importante.

Con la finalidad de corroborar la información, **el diputado señor Labra**, consultó si tanto quienes se cambian de fondos como quienes no lo hacen pierden dinero en el tiempo. Al respecto, **el señor Macías** (superintendente de Pensiones) señaló que la respuesta es afirmativa y reiteró el análisis ya expuesto.

Comentó que hay un segundo efecto que ha sido muy bien interpretado por el diputado Labra, que dice relación con que las carteras de los fondos de pensiones tienen instrumentos más líquidos que los que debieran tener los inversionistas de largo plazo; es decir, si se compran instrumentos de más corto plazo para enfrentar los cambios de fondo, eso implica una pérdida, en promedio, de entre 0,20 o 0,25 por ciento al año. Entonces, quienes no se cambian tienen esa pérdida de 0,20 o 0,25 por ciento real por año, lo que también influye en su pensión. En este caso, esa pérdida influiría entre 4 o 5 por ciento en su pensión. Si una persona se cambia de fondo genera dos pérdidas, es decir, por cambiarse y porque su AFP tiene una cartera menos líquida, por lo tanto pierde cerca del 1 por ciento al año. Esas son las pérdidas que se dan.

### 3.- El Director del Servicio Nacional del Consumidor, señor Lucas del Villar Montt.<sup>10</sup>

A modo de antecedentes generales, comenzó por referirse al caso que se dio a conocer a mediados de noviembre del año pasado, cuando se publicó una columna denominada “un cruel engaño” en un conocido diario de circulación nacional, en la que un economista afirmó que respecto de la empresa Felices y Forrados, al efectuar un análisis efectivo de las rentabilidades producidas por las sugerencias informadas a sus clientes, los resultados eran diametralmente

---

<sup>10</sup> Presentación en formato digital, disponible en el siguiente enlace: [https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=228692&prmTipo=DOCUMENTO\\_COMISION](https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=228692&prmTipo=DOCUMENTO_COMISION)

distintos en la realidad, por lo que se dejó a entrever una manifiesta falta de comprobabilidad en la empresa Felices y Forrados como proveedor en el giro de los asesores generales que realizan recomendaciones masivas de cambios de fondos previsionales.

En vista del impacto mediático de la información publicada, el Sernac tomó conocimiento de ello, informándose a través del Director Nacional que el Servicio iba a fiscalizar a ciertos proveedores de este mercado.

La Subdirección de Fiscalización, bajo el componente no programado, procedió a fiscalizar a ciertas empresas del mismo rubro, ejecutándose la inspección mediante un requerimiento de información a cuatro empresas.

Comentó que en su calidad de director nacional participó en la discusión de un noticiero radial, sobre el ámbito regulatorio que tenían las distintas autoridades en materia de este tipo de asesorías. En esa oportunidad se afirmó que el Sernac efectivamente tenía un ámbito, que establece el artículo 1°, de la ley sobre Protección de los Derechos de los Consumidores, de fiscalización de proveedores que ofrecen servicios por los que se paga un precio tarifa, incluyendo el giro, el modelo de negocios, de esta empresa Felices y Forrados, bajo el escrutinio y fiscalización en los procesos de comprobabilidad de la publicidad asociada a estos servicios.

A partir de esas informaciones el Sernac inició un proceso de levantamiento de información bajo el control de la subdirección de Fiscalización -creada bajo la ley N° 21.081, que entró en vigencia en marzo de 2019, es decir, prácticamente un año y algunos meses, con anterioridad al inicio de este proceso-, y bajo el componente de la fiscalización no programada, se procedió a citar a las diversas empresas del mismo rubro para ejecutar una serie de labores de fiscalización, incluyendo la inspección directa de las páginas *web*. A su vez, se solicitó amplia información respecto de estas empresas.

En atención al componente, y también a la modalidad de fiscalizaciones con que se inicia este proceso, la ley N° 21.081 establece ciertas directrices que deben contener un plan anual de fiscalización, basado en riesgo, que es público. Obviamente, el plan operativo tiene ciertas reservas en cuanto a la entrega de información, sobre todo las que se relacionan con proveedores, mercado y sus mercados, lo cual forma parte de la política de fiscalización de este organismo.

La fiscalización no programada considera algunos criterios de selección, principalmente un servicio no personalizado de recomendación de cambio de fondos previsionales, y también, dentro del mercado, o el ámbito de atribuciones que otorga la ley del Consumidor, que es susceptible de fiscalizar.

En segundo término, estas empresas representan reportes en sus sitios *web* que comparan las rentabilidades obtenidas, o sea, hay información que debe ser veraz, oportuna y de pública difusión para los consumidores, donde se determina cuál es la estrategia y la rentabilidad de lo que se espera obtener de parte de los fondos de pensiones, conforme a las recomendaciones que realizan este tipo de empresas, y también que dichos reportes tienen una rentabilidad,

entendiendo que hay un modelo de negocio con una estrategia sugerida al obtener un mayor beneficio para sus clientes.

Es así como el Sernac levantó la información disponible de las empresas, no solo en los sitios *web*, sino también en las distintas piezas publicitarias, a las cuales tuvo acceso.

Precisó que esas compañías son las empresas AEFP, ASJ SpA, ACfondos, Felices y Forrados SpA, y Nielsoft Informática Limitada., cuyo nombre de fantasía es FondoAlerta.

En cuanto a los criterios de análisis, relacionados con la materia inspeccionada, recalcó que la ley del Consumidor define en el artículo 3 los conceptos de publicidad y de avisadores. Además, establece el ámbito de atribuciones que otorga la ley del Consumidor, en términos de las relaciones propias de consumo, como sería la prestación de estos servicios y, además, alguna regulación más específica, que es el derecho que le asiste al consumidor a contar con información veraz y oportuna, sobre todo en materia de publicidad, en aspectos básicos como la comprobabilidad, como que no puede ser inductiva en alrededor de un año, que no puede establecer elementos o criterios objetivos que difieran de la realidad, entre otros principios que están debidamente dispuestos por el legislador, pero que también han sido construidos en base a los criterios jurisprudenciales y la doctrina en nuestro país, que ha dictado bastantes instrucciones; incluso, que han sido recogidas por circulares interpretativas de parte del Sernac.

Además hay criterios jurisprudenciales que han facilitado la resolución de los casos de los cuales el tribunal ha acogido multas presentadas por el mismo Sernac.

Asimismo, la actividad publicitaria debe guardar conformidad con estos principios básicos. Algunos de ellos están relacionados con la disponibilidad de los soportes publicitarios que se vinculan específicamente con el principio de comprobabilidad. Por eso, el Sernac ha solicitado amplia información respecto de estos proveedores, para acreditar la evidencia científica y técnica, lo mismo que el principio de veracidad en la información, por cuanto las empresas deben comunicar a la comunidad toda la información relacionada con la realidad respecto de los servicios que ofrecen y que, por lo tanto, no sea inductiva a error o engaño, tal como establece la ley, y menos que genere una confusión respecto de la idoneidad y de la eficacia del servicio contratado y ofrecido por esas compañías.

Parte del análisis de los antecedentes proporcionados, se establecieron algunos criterios objetivos de priorización de estas empresas. Se trata de un volumen de clientes, un número de suscriptores bastante alto, algunos de los cuales incluso suscriben contratos de adhesión o términos de condiciones generales que están regulados bajo la ley del Consumidor, además de un impacto mediático del proveedor en el mercado, en la medida que haga mayor difusión a través de los medios de comunicación social de su modelo de negocio a través de la publicidad. También es importante el tiempo que llevan operando en el mercado, lo que determina ciertos indicios de que la empresa hasta la fecha tenga también

un mayor volumen de clientes y un impacto mayor de detrimento de los consumidores, en el caso de que esta publicidad se desvíe de los principios básicos de veracidad y de comprobabilidad y que, por tanto, afecte patrimonialmente a los consumidores que eventualmente pueden ser objeto de ella.

Dentro de las hipótesis infraccionales que maneja la ley del Consumidor está la falta de comprobabilidad de la publicidad y la vulneración de los principios básicos a este derecho a la información veraz y oportuna que tienen los consumidores, relacionados principalmente con las afirmaciones de estos proveedores que constituyen este modelo de negocio, que ha sido puesto bajo el escrutinio y la fiscalización del Sernac en este proceso de investigación.

También se analizaron las cláusulas de los contratos de adhesión. Básicamente, estos servicios de asesoría contienen, en algunos casos, exenciones totales de responsabilidad de parte del proveedor del servicio.

A continuación, exhibió un recuadro con las principales infracciones que se pueden aplicar a estas hipótesis.

## Antecedentes a considerar:

- **Hipótesis Infraccionales:**

1. Falta de Comprobabilidad y de Información Veraz y Oportuna de las afirmaciones objeto de investigación
2. Cláusulas del Contrato de prestación de servicios de asesoría contienen exención total de responsabilidad de parte del proveedor

- **Normativa aplicable:**

Infracción	Monto Máximo Multa (UTM)
Información veraz y oportuna; Derecho a una reparación adecuada y oportuna Art. 3 inc. 1º literal b) y e)	300 UTM
Irrenunciabilidad anticipada de derechos Art. 4	300 UTM
Deber Profesional Art. 23 inc. 1º	300 UTM
Publicidad Engañosa Art. 28 literal b)	1.500 UTM
Comprobabilidad Art. 33	300 UTM

Explicó que el Sernac, además de hacer levantamientos de la información, ofició a estas compañías pidiéndoles amplia información.

Por otra parte, relevó la importancia de la coordinación interinstitucional con la Superintendencia de Pensiones, donde lo crucial es lo relacionado con antecedentes técnicos propios de carácter oficial en materia previsional y, principalmente, la información que ha sido recabada por parte de la superintendencia respectiva que fue acompañada del Sernac, el 22 de diciembre, con el oficio ordinario N°8670. Sin embargo, se realizaron algunas reuniones posteriores con la Superintendencia de Pensiones y entre los equipos técnicos del

Sernac en donde se hizo un análisis más pormenorizado de los detalles de la fiscalización a las distintas empresas, por ejemplo, cuáles han sido los principales hallazgos, el ámbito de la regulación en términos de asesorías financieras y también focalizado en la comprobabilidad de la publicidad y las distintas piezas que están disponibles en los sitios *web* y en redes sociales, donde el Sernac pudo levantar información en relación con este tipo de piezas.

Algunas hacían un llamado directo a recomendaciones de cambio y otras relacionadas, más bien, al modelo de negocio y su idoneidad, es decir, cómo podía generar un impacto positivo patrimonial-consumidor en la medida que siguiera esta recomendación.

Es así como el requerimiento de la superintendencia, de fecha 18 de enero de 2021, respondió a una serie de elementos técnicos; y esta información -que si bien es oficial y se puede acompañar, incluso, en los procedimientos judiciales a iniciar- permite alimentar la fiscalización en curso y dar un mejor análisis a los antecedentes que fueron proporcionados por las empresas.

De esa manera se hizo llegar una serie de antecedentes, entre ellos, oficios ordinarios que van desde 2009 a la fecha -precisamente por la superintendencia-, acompañados de algunos elementos específicos de análisis de piezas y de distintos ámbitos regulados por la norma sectorial de 2012, principalmente.

También se acompaña un informe que contiene una nota técnica que se denomina Evolución y desempeño de los cambios de fondos, que fue publicada en mayo de 2020, que incluso está disponible en la página *web*, y en ella se señala que se acompaña una presentación que da cuenta precisamente del análisis técnico de esta recomendación y cómo evoluciona.

En la siguiente diapositiva se aprecia que el estado de la fiscalización en curso dice relación con estas cuatro compañías priorizadas -de acuerdo a los elementos ya señalado, conforme al plan anual de fiscalización basado en riesgo, como subdirectriz, que está publicado en la página *web* del Sernac, que tiene una validez anual, y se cuenta con información suministrada por la empresa que permite el análisis.

## Estado de la Fiscalización

Empresa Fiscalizada	Información suministrada por empresa permite análisis	Etapa de Análisis	Curso de Acción
AEFP	SI	Revisión general de los antecedentes proporcionados	EN EVALUACIÓN
ASJ SpA	SI	Revisión general de los antecedentes proporcionados	EN EVALUACIÓN
Felices y Forrados SpA	SI	En etapa de cierre	DEFINICIÓN DE ACCIÓN
Nielsoft Limitada	PARCIALMENTE	Validación de los antecedentes proporcionados	A LA ESPERA DE NUEVOS ANTECEDENTES REQUERIDOS

Añadió que una de estas empresas está todavía en una nueva exigencia de entrega de información dentro del proceso de fiscalización y que no siendo entregada, evidentemente que será denunciada y, además, el Sernac puede escalar sus atribuciones llegando incluso a la incautación de estos antecedentes.

Informó que están en una etapa actual de análisis y de revisión general de estos antecedentes, solicitando precisiones en algunos aspectos y, sobre todo, levantando los criterios técnicos que serían aplicables precisamente a la comprobabilidad de estas piezas publicitarias.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, en relación a la última lámina expuesta sobre el estado de fiscalización, solicitó al expositor profundizar y explicar cuáles son los antecedentes que se le están solicitando a las mencionadas empresas para ver si reúnen algunos de los requisitos detallados de acuerdo a la ley como, por ejemplo, publicidad engañosa, comprobabilidad, etcétera.

**El diputado señor Saavedra** (Presidente), en relación al plan anual de fiscalización consultó al Director Nacional del Servicio Nacional del Consumidor qué se observó respecto del ofrecimiento que hacen las empresas y los efectos que esto surte en cuanto a las orientaciones que les dan a los respectivos usuarios.

Respecto del aspecto publicitario preguntó qué constataron y qué midieron en los planes de fiscalización.

**El señor Del Villar** (Director Nacional del Servicio Nacional del Consumidor), Afirmó que, después de un largo proceso de análisis y recabar información, no solo de requerimientos directos, sino que de labores de

fiscalización, incluso, en distintas páginas *web*, en distintas publicidades, con distintos soportes y, adicionalmente, el complemento de la información técnica recabada y también solicitada superintendencia del ramo, es que efectivamente el Sernac cuenta con hallazgos específicos en materias infraccionales.

Los hallazgos todavía no se pueden dar a conocer en detalle porque estamos en un proceso de judicialización donde se requiere la notificación de las contrapartes. Por tanto, si se dan más detalles, ello podría generar una posición de ventaja en materia de términos legales y judiciales que se aplicarían, en este caso, para las contestaciones correspondientes.

Recordó que el Sernac tiene la facultad no solo de fiscalizar y presentar demandas colectivas, sino en estos casos puede, ante los juzgados de Policía Local, solicitar que se apliquen las multas respectivas, que pueden llegar hasta las 1.500 Unidades Tributarias Mensuales y, también, que bajen todas las piezas publicitarias y se haga una suspensión inmediata de las mismas. Sin embargo, para ello los tribunales deben estar operando con normalidad y no solo resolver el término de la presentación y proveer debidamente estas denuncias, sino que también lograr la notificación de las contrapartes, porque los plazos que establece la ley son aquellos que tienen para responder y formular sus descargos en estos procedimientos contravencionales.

Acotó que el volumen de información ha sido bastante acabado y amplio no solo en términos del tiempo de análisis de cada uno de los procesos de negocios que realizan estas compañías, sino que también respecto de cómo han sido sus piezas publicitarias y cómo han evolucionado. Recordó que han funcionado durante un período bastante largo. Sin embargo, acotó que hay frases incorporadas precisamente en sus presentaciones judiciales que también dan cuenta del análisis de un período largo, en el cual algunas de esas compañías atribuyen un beneficio importante para los consumidores en términos de las ganancias de seguir sus recomendaciones y tratan de justificarlo en un período extenso. Por lo tanto, el daño podría ser incluso mayor. Esto se ha cruzado con base en los elementos técnicos, y por eso se ha hecho un recálculo de las rentabilidades, que técnicamente han ofrecido no solo los datos disponibles para la superintendencia, sino que se han contrastado con aquellas piezas publicitarias que han entregado las compañías.

Explicó que el Plan Anual de Fiscalización, basado en riesgo, tiene elementos que permiten realizar una fiscalización no programada cuando hay ciertos elementos técnicos, como ocurre en este caso, sobre todo en relación con volúmenes de contratos vigentes y los detrimentos que se pudieran generar de seguir esas piezas publicitarias que podrían contener algún tipo de publicidad inductiva a error o engaño.

Para explicar más en detalle, pero haciendo la reserva en cuanto a que esto todavía es motivo de una discusión judicial pendiente, es que solicitó otorgar el uso de la palabra al subdirector de Fiscalización, señor Ariel Espinoza, toda vez que ha dirigido los procesos orientados a hacer un adecuado levantamiento y, sobre todo, discriminar aquellos aspectos contravencionales, incluyendo los relacionados con las cláusulas.

Planteó que las cláusulas o estipulaciones contractuales contenían contratos de adhesión, y en este caso condiciones generales de contratación, como los tribunales de justicia también han ampliado su ámbito de aplicación. En la ley del consumidor están regulados en los artículos 16 y siguientes. También, se ha apreciado que algunas de estas estipulaciones podrían significar una contravención grave de los principios, sobre todo el de equidad, y las eximentes de responsabilidad amplia en torno a la prestación de servicios de esta naturaleza.

**El diputado señor Saavedra** reiteró la consulta en cuanto a si en los planes de fiscalización anual se ha encontrado algún atisbo o alguna medición respecto de lo que se ofrece versus lo que se logra por parte de los usuarios.

**El señor Del Villar** (Director Nacional del Servicio Nacional del Consumidor) informó que respecto del análisis de los reclamos que hizo el Sernac, no se encontró un volumen importante para ejercer acciones más robustas, en términos de buscar compensaciones directas a los consumidores afectados en virtud de las reclamaciones.

Precisó que el 2020 el Sernac tuvo un incremento muy poco significativo de reclamos, pero están relacionados con materias más contingentes en cuanto a los principales servicios de consumo, principalmente de servicios de telecomunicaciones, de comercio electrónico, de materias financieras, de productos más masivos, como las tarjetas de crédito y los créditos hipotecarios y de consumo.

Reafirmó que no ha habido un volumen muy relevante de reclamos de consumidores en esta materia, sino más bien los procesos de fiscalización se orientan en base a elementos que, incluso, nos representan los consumidores. Sin embargo, explicó, que también han dejado un espacio de fiscalización no programada, que permitió precisamente hacer este análisis, por lo que están esperando que se tramiten las acciones y darles más antecedentes cuando estas se hayan notificado.

**La diputada Álvarez, doña Jenny** pidió aclaración de parte del señor Del Villar, en cuanto a si hay infracciones, porque entiende que solo ha concluido el proceso en contra de Felices y Forrados. Adicionalmente, preguntó que solo hay procesos judiciales respecto de Felices y Forrados o también respecto de las otras tres empresas.

**El señor Del Villar** (Director Nacional del Servicio Nacional del Consumidor) señaló que efectivamente el Sernac todavía se encuentra analizando antecedentes de algunas de estas compañías.

En cuanto a los procesos judiciales, explicó que particularmente en uno se encuentran esperando que se efectúe la notificación por parte de los tribunales de justicia. Aclaró que por tratarse de plazos judiciales, no es mucho lo que pueden hacer para acelerar esos procesos; sin embargo, no descartan iniciar otro tipo de acciones.

Señaló que como sí tienen hallazgos específicamente en materia de publicidad, el subdirector de Fiscalización que lo acompaña, procederá a dar más detalles al respecto, en el entendido de que hay ciertos aspectos que no pueden ser informados todavía por razones estratégicas y de buen servicio, en relación con los procesos de cumplimiento, de *enforcement*, de lograr que las empresas no solo hagan un adecuado ajuste en términos de publicidad, sino que también sean debidamente sancionadas con las multas más altas que establece la legislación.

**El diputado señor Walker** se refirió a una nota publicada en el Diario Financiero titulada "La carta del adiós: Gino Lorenzini deja su última recomendación antes de bajar la cortina de Felices y Forrados. Sugirió dejar un 50% de los ahorros previsionales en el Fondo A (el más riesgoso) y la otra mitad en el E (el más conservador)". Al respecto consultó al Director Nacional del Sernac si la última "recomendación" de la empresa mencionada y que está en un proceso sancionatorio por otras denuncias se ajusta o no a la legalidad y al ordenamiento jurídico.

**El señor Del Villar** (Director Nacional del Servicio Nacional del Consumidor), consideró muy buena la pregunta formulada, porque se trata de una recomendación pública, la cual está regulada por las normas del derecho civil. Algunos autores se han explayado recientemente sobre las recomendaciones y el ámbito de responsabilidad, que están reguladas no solo respecto del mandato, sino también de los términos generales de responsabilidad extracontractual.

Sin embargo, en materia de protección de los derechos de los consumidores, el ámbito o perímetro regulatorio y de acción que tiene el Sernac se refiere a las relaciones jurídicas que los consumidores tienen con los proveedores, por lo tanto no podría responder. En este caso, tendría que analizar cuáles son los antecedentes y, sobre todo, si hay piezas publicitarias y recomendaciones dirigidas a consumidores o, derechamente, si existen comunicaciones que el representante legal de esta empresa podría estar enviando a sus clientes. En términos generales, tendrían que hacer un levantamiento para saber si efectivamente estamos hablando de piezas publicitarias o simplemente es una recomendación amplia en la cual se podrían aplicar normas de responsabilidad civil, pero ya en el estatuto del Código Civil, en las reglas del derecho común. Para ello -insistió-, que deberán analizar todos los antecedentes para ver si estamos dentro del ámbito de la regulación de la ley del consumidor y, específicamente, si hay una relación, un vínculo jurídico previo, que establezca esta posición de garante y, por tanto, deber específico de responsabilidad por parte del proveedor.

Para ir cerrando esa pregunta, comentó que el Sernac analizará los antecedentes vinculados con este caso, puesto que es la última recomendación, y si eso efectivamente se da en el ámbito de las relaciones de consumo.

Planteó que Subdirector de Fiscalización, podrá referirse al tema y a otros, particularmente al proceso de levantamiento de información y sobre todo a algunas piezas publicitarias, que si bien no se pueden dar todos los detalles,

son bastante elocuentes las formas en que se hizo la publicidad particularmente en dos de esas empresas.

**El diputado señor Saavedra** (presidente) coincidió con el Walker respecto de la preocupación por la publicación del Diario Financiero puesto que genera efectos sobre los fondos, sobre el proceder de quienes son los dueños de las cuentas de ahorro individuales. Preguntó al Director Nacional si de acuerdo a las atribuciones del Sernac pueden actuar de oficio.

**El señor Espinoza, don Ariel** (Coordinador general de Fiscalización del Servicio Nacional del Consumidor) se abocó a responder algunos de los detalles solicitados.

Señaló que el plan anual considera fiscalizaciones no programadas y no todas deben obedecer a reclamos. Aclaró que eso lo han expresado por escrito en el documento que establece las directrices, que es público -se publica a inicios de cada año-, y en el cual se hace mención expresa de que el reclamo puede ser menor, o incluso no existir reclamo en algunas materias, pero de igual manera es relevante ejecutar acciones de fiscalización, porque hay mercados en donde existe una asimetría de información demasiado importante entre los proveedores y los consumidores.

Por lo tanto, muchas veces pasa que los consumidores no tienen los conocimientos o la experticia técnica suficiente ni siquiera para plantear un reclamo o percibir una situación que pudiera ser atentatoria de la normativa de la “Ley del Consumidor”.

Por un lado, señaló que eso explica por qué a veces se hacen fiscalizaciones que no tienen reclamos necesariamente y que una fuente de información pueden ser antecedentes que están ocurriendo y que son mencionados, por ejemplo, en la prensa, en redes sociales, y en tal sentido el Sernac trata de monitorear esa situación para tener una actitud proactiva, anticipándose a los problemas que puedan ocurrir.

Respecto a la otra pregunta, pero conectando el tema, declaró que se identificó que hubo algunos actores dentro de este mercado que no son muchos; sin embargo, hay algunos que son de tamaño muy pequeño, tienen pocos clientes, pero de todas maneras se fiscalizó al mercado en su conjunto. Añadió que hay una priorización del análisis de una de esas empresas. Aclaró que no significa que las otras no van a ser analizadas; de hecho -aclaró- que en este momento son parte del proceso, pero hay una priorización, porque hay una que tiene un volumen de consumidores con contratos vigentes que va variando a lo largo de los meses, pero es significativamente mayor a todas las demás y por eso hay una priorización para abordar a esa primero.

Precisó que la que tiene más consumidores, más contratos, cuenta con cerca de 190.000 contratos a la fecha en que requirieron información. En cambio, la que le sigue no alcanza los mil contratos. En efecto, hay una diferencia de magnitud importante que explica el por qué hay una que es más prioritaria que las demás; sin embargo clarificó que eso no quiere decir que las otras

no sean sujeto de análisis. Añadió que el requerimiento de información apunta a la misma lógica.

Para especificar una de las consultas formuladas, indicó que los hallazgos entre cada proveedor no son comparables. Subrayó que no es posible hacer el análisis de detalle, porque va a ser propio del procedimiento que requiere los plazos judiciales. Todo ello tiene que ver con lo que el Sernac está fiscalizando respecto de tomar las informaciones y las frases publicitarias que cada uno de los proveedores contiene, ya sea en su sitio *web* o en sus redes sociales, y ver cuál es la información que respalda cada una de esas afirmaciones.

Aseveró que es un trabajo de mucho detalle de análisis, el cual tiene que ser muy técnico y preciso, porque se utilizan, en algunos casos, conceptos de la económica, de rentabilidad, de valores de cuotas, etcétera.

Relevó la importancia de determinar las fechas en que ocurrieron las recomendaciones, explicando que cada uno de los análisis toma, por una parte, elementos de información y de publicidad que planteó un proveedor, se pide la comprobabilidad, en términos de saber a qué fechas, específicamente, se refiere, qué valores cuota tomó, de qué fondo, de qué institución previsional y los compara.

Luego, se hace un análisis de contraste con la información oficial que tienen de los valores cuota oficiales y de las fechas. Se el contraste y se va haciendo el cálculo uno a uno, y eso arroja un análisis en donde no pueden profundizar.

Los proveedores tienen distintos números y frases; algunos hablan de rentabilidades, otros de disminución de riesgo de pérdida, porque tienen reglas de cálculo distintas. Cada uno tiene su propia naturaleza, algunos son de textos y otros gráficos. Entonces, no es comparable, y por eso todos los hallazgos que se hayan detectado de un proveedor equis, no son asimilables necesariamente a los demás.

Comentó que respecto de los cursos de acción, también se han puesto por escrito, en la política nacional de fiscalización- disponible en el sitio web del Sernac-, determinaron cuáles son las alternativas con las que cuenta el Sernac a propósito de una fiscalización. Se identifican las denuncias de interés general, cuando se trata de perseguir alguna arista infraccional, para que el juez de policía local aplique una sanción.

Indicó que se puede requerir el cambio de conducta, en algunos casos, cuando son infracciones muy menores, de acuerdo a lo que señala el propio artículo 58, letra a), que prescribe que para las micro y pequeñas empresas se puede requerir el ajuste de la conducta. También se puede pasar a la etapa de uso colectivo, cuando se dan los supuestos de que se requiere indemnizar a los consumidores.

Concluyó que hay distintas alternativas y expresó cada una de ellas se aplica, proporcionalmente, a la entidad de los hallazgos y, reiteró que

cada proveedor puede tener hallazgos de distinta gravedad. Hay algunos que no tienen su información suficientemente sistematizada, organizada y otros que presentan los datos, pero los cálculos no se condicen con las frases que utilizan de determinados porcentajes de rentabilidad para un período específico de tiempo. Entonces, es variado, pero la proporcionalidad da cuenta del curso de acción posible.

Finalmente, insistió en que la fiscalización radica en torno a la información y publicidad que cada proveedor realiza y no es una fiscalización respecto del modelo de negocio. Eso es parte de otra normativa, más próxima a la Superintendencia de Pensiones. Enfatizó que el rol que le corresponde al Sernac es de una naturaleza normativa muy acotada, ya explicada anteriormente por el Director.

**El diputado señor Saavedra** (Presidente) formuló las siguientes preguntas: cuáles son los parámetros en que se basa el ofrecimiento de rentabilidad; qué elementos se consideran al construir una supuesta rentabilidad, a partir de las orientaciones que ellos entregan y que si se condice con la realidad; y cuál es el fundamento para lograr una mejor rentabilidad.

4.- El Coordinador General de Fiscalización del Servicio Nacional del Consumidor, señor Ariel Espinoza Galdames.

Comentó que el ejercicio que se planteó es tomar una frase tipo, tal como sería: Hemos logrado, en un determinado período de tiempo -por ejemplo, en doce meses-, un porcentaje de rentabilidad. Y los proveedores tienen distintas maneras de plantearlo, pero lo comparan con un fondo determinado y de una entidad previsional determinada.

Explicó que lo que han hecho es tomar esos planteamientos, identifican que tan generales pueden ser y los comparan con el dato objetivo, que es al que todo el mundo tiene acceso. Sin embargo, es un análisis técnico de los valores cuotas de esos fondos, que hay que comparar, a lo largo de las series de tiempo, verificando, a lo largo de esa serie de tiempo, para cada proveedor, la recomendación precisa de la certificación ISO respecto de la composición de los fondos y haciendo la ponderación correspondiente entre los valores cuota de una AFP. Ese es un análisis dentro de cada apreciación.

A su vez, comentó que un aspecto evidente es que muchas veces pasa que una determinada rentabilidad, en su máximo, no es representativa de todas las personas que recibieron esa información, porque no todas estaban en el mismo fondo inicial o no todas están en la misma AFP, y cada AFP, tiene distintas rentabilidades.

Entonces, la selección de la AFP que se utiliza para cada frase, va cambiando mucho a lo largo de las distintas campañas publicitarias que realizan los proveedores. Aquello es un factor que han estado estudiando, además de entrar en cada frase específica y comparar los valores de cuota de cada una de ellas.

**La diputada Álvarez, doña Jenny**, consultó al señor Espinoza sobre la investigación que lleva adelante el Servicio Nacional del Consumidor contra estas empresas, especialmente, Felices y Forrados, y particularmente cuántos afiliados han perdido con la asesoría a estas 190.000 personas que han presentado denuncias al Sernac.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, pidió precisar que, en el caso de la empresa nombrada por la diputada Álvarez o las otras empresas mencionadas, no estaban regularizadas, es decir, no estaban operando sobre la base de la norma para este tipo de asesorías, según lo dicho por el superintendente de Pensiones,

En segundo lugar, aclaró que no hay responsabilidad respecto de las pérdidas, en los casos de las empresas mencionadas.

Recordó su petición de invitar al presidente del Banco Central, no por su rol fiscalizador, que claramente no lo tiene respecto de este tema, sino por el hecho de que la información emanada de la institución sí tiene relevancia en lo relativo a la pregunta formulada por la diputada Álvarez. Sobre el punto insistió en la importancia de invitar al presidente del Banco Central, para que exponga el impacto que tiene este tipo de recomendaciones, no solo en las personas directas, sino también en el sistema, es decir, en el resto de la gente que no tiene este tipo de asesoría y que también se ve perjudicada.

**El señor Del Villar** (Director nacional del Servicio Nacional del Consumidor), declaró que efectivamente, es importante hacer una buena distinción entre los procesos de fiscalización, los que tienen un objetivo más bien de persecución contravencional de la Ley sobre Protección de los Derechos de los Consumidores, respecto de los mecanismos de compensación que tiene dispuesto el Sernac.

Puntualizó que en el año 2020, el Sernac realizó más de 18 procedimientos voluntarios colectivos, inició más de 10 demandas colectivas, y los montos de compensación, solo del año pasado, fueron cercanos a los 43.000 millones de pesos en compensaciones directas a los consumidores afectados.

Para priorizar esos casos colectivos, el Sernac tomó en consideración una serie de elementos, entre los cuales están principalmente los relacionados con el detrimento, es decir, el daño generado a los consumidores en términos agregados. Por eso se habla de procesos de colectivos o de grupos o subgrupos, que corresponde a acciones de clase y, adicionalmente, ciertos elementos de priorización basados principalmente en la afectación del patrimonio de los consumidores.

Ahora, para determinar ese nivel de detrimento la causalidad debe ser directa, por eso el Sernac obtuvo compensaciones, por ejemplo, a través de un caso de la subscripción de créditos hipotecarios, de casi 20.000 millones de pesos, respecto de un banco que tenía una práctica, en la cual había una diferencia entre los precios de los intereses cotizados, que eran

obligatorios, con los que, finalmente, estaban dispuestos y aprobados por cada consumidor en la escritura pública.

En relación con estos casos, se habla principalmente de la publicidad, que está regulada en nuestra legislación y sancionada fuertemente; pero determinar la causalidad, con el daño individual, es una materia que es mucho más compleja no solo de determinar, sino de no caer en la posibilidad de presentar acciones que no tengan un efecto patrimonial y generar expectativas que no se puedan cumplir, finalmente, por estas acciones de clase.

Aclaró que muchas veces en la causalidad de los servicios es donde se pueden perder las acciones de clase, como hemos visto en los sistemas comparados. En muchos países han ocurrido estos casos y, por tanto, hay que ser más cuidadosos en relación con determinar esa causalidad.

Explicó que cuando se habla de estafa se habla de disponer de información falsa con la cual la víctima incurre en un error. Ese error determina que hay un engaño y, en ese engaño, se genera una disposición patrimonial, y es ahí donde se configura la estafa desde el punto de vista penal.

En materia de la protección de los derechos de los consumidores tampoco es tan distinto porque la información, aunque sea publicidad, debe determinar que hay un error y una disposición patrimonial directa.

Declaró que en el caso concreto, lo que hay es más bien una recomendación de la modificación de los fondos, que algunos siguen y otros no, y otros lo hacen de una forma distinta a los plazos que se determinan. En efecto, la relación de causalidad que pudieron detectar no determina un detrimento y un perjuicio patrimonial directo que pueda ser acreditado. Aseguró que esto está en continuo análisis por parte del Sernac, y por tanto, si hay antecedentes que permitan determinar que hay un daño importante, que hay una causalidad directa, son casos que se presentan prioritariamente por parte de este organismo. Es por ello que atienden las herramientas en conformidad con la finalidad y con los objetivos de estos mecanismos jurídicos.

Un juicio colectivo no solo tiene por objeto una sanción de multas altas a beneficio fiscal, sino, principalmente, se quiere lograr un resarcimiento, una compensación oportuna y, sobre todo, que se permita resarcir completamente, de acuerdo al principio de indemnidad patrimonial. Comentó que se trata de juicios que duran años, en los que hay elementos probatorios relevantes y así se obtiene una compensación.

Además, hay que distinguir los procesos sancionatorios de persecución, a través de las denuncias de interés general o juicios de interés general, los cuales persiguen, principalmente, las sanciones, el cese de la conducta y, eventualmente, que las piezas publicitarias sean dejadas sin efecto y, derechamente, que el tribunal ordene que cesen las mismas en los distintos medios de comunicación social que están dispuestas.

Estos son elementos generales sobre cómo el Sernac utiliza de forma eficiente y proporcional las distintas herramientas que le otorga la legislación, generalizando en estas dos que tienen herramientas más específicas.

**El señor Ariel Espinoza** (Coordinador General de Fiscalización del Servicio Nacional del Consumidor) manifestó que no hacen el tipo de imputaciones que se han comentado.

Señaló que siguen un proceso riguroso de levantamiento de información de qué es lo que objetivamente presentan estos proveedores a los consumidores. Esta información la tomamos de su sitio *web*, de sus declaraciones, y la contrastamos de acuerdo con la evidencia que nos puedan proporcionar. Si no son capaces de hacerlo, entonces, se produce una brecha de comprobabilidad, la cual debe perseguirse con alguna de las herramientas que sean más proporcionales a ese tipo de casos, y las otras frases no son utilizadas por el Sernac.

**La diputada Álvarez, doña Jenny** expresó que según lo que dicen el Director del Sernac y el coordinador general de Fiscalización, hoy toma mucha más fuerza la demanda ciudadana de terminar con las AFP, que realmente -y lo hemos escuchado durante mucho tiempo y de manera generalizada- afectan y dañan el patrimonio de los recursos previsionales. Concluyó que los argumentos que han dado aquí los señores Lucas del Villar y Ariel Espinoza solo ratifican lo mal que funcionan las AFP que han generado pérdidas a los afiliados durante tantos años.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, recordó que el mandato de esta comisión investigadora es investigar las acciones de los órganos del Estado respecto de las asesorías previsionales e hizo hincapié en que esto no es responsabilidad de esta comisión.

Postuló que existe otra comisión investigadora, que tiene que ver con el tema planteado por la diputada Álvarez, creada un poco antes y que es relativa al sistema de pensiones.

#### 5.- El Presidente del Banco Central señor Mario Marcel Cullell.<sup>11</sup>

Señaló que que es un tema en boga en los últimos dos años, y que ha significado un período de cambios muy frecuente y masivo de los afiliados en el sistema de los multifondos. Asimismo, expuso una detallada presentación en formato digital, que deja a disposición de la Comisión y se encuentra disponible en el siguiente enlace:

Hizo presente que se le ha pedido poner énfasis en el impacto de las transferencias masivas de los fondos de pensiones, especialmente para la estabilidad del mercado financiero y la economía en general, considerando el rol que le corresponde al Banco Central, en términos de preservar la estabilidad

---

<sup>11</sup> [https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=230536&prmTipo=DOCUMENTO\\_COMISION](https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=230536&prmTipo=DOCUMENTO_COMISION)

del mercado financiero. En efecto, anunció que se concentrará en esa dimensión, en particular.

Aclaró que si bien la ley orgánica constitucional les asigna una responsabilidad en materia de estabilidad financiera, no son propiamente tal los reguladores del sector, ya que solo emiten regulaciones de carácter muy global relacionado con temas más ligados a la liquidez del sistema bancario. Sin embargo, el análisis que hacen en general se extiende bastante más allá, como se muestra regularmente en los informes de estabilidad financiera.

Este es un mandato contenido en la ley orgánica constitucional que los regula y tiene su justificación en el hecho de que la inestabilidad financiera puede desencadenar episodios de crisis, que son transferidos rápidamente a la economía real y al bienestar de las personas. Por lo tanto, a la vista de lo que ha sido la experiencia en el mundo, en los últimos quince años, es una función que adquiere especial relevancia.

Dentro del ámbito de las asesorías de la estabilidad financiera, las asesorías financieras para cambios de fondo de pensiones u otro tipo de fondo colectivo, es un tema que ha sido analizado por diversas autoridades, por entidades internacionales y por académicos.

Al respecto, hay estudios que han argumentado que los cambios frecuentes de fondo no necesariamente benefician a quienes lo realizan y que obligan a los portafolios o a los administradores de los fondos a mantener un mayor nivel de liquidez que les permita hacer frente a liquidaciones frecuentes, dado que instrumentos más líquidos, que son menos rentables, reducen la rentabilidad global de los fondos, lo que no afecta solo a los afiliados que se cambian frecuentemente de fondo, sino a todos ellos. Añadió que hay un estudio reciente de la OCDE, que fue encargado en medio de la discusión sobre la movilidad de fondos; hay un estudio de la Superintendencia de Pensiones y, también, estudios en el ámbito académico.

Por otra parte, las recomendaciones de cambios de fondo producen reajustes masivos y coordinados que ponen presión sobre las tasas de interés de instrumentos financieros de largo plazo, especialmente cuando hay salidas de fondos en los cuales los instrumentos de inversión de largo plazo son un activo importante. Esto incrementa los costos de financiamiento de las empresas y de los hogares y aumenta, particularmente, el costo de los créditos hipotecarios.

Puntualizó que además, más allá de los efectos para el sistema financiero y para los asesorados, también hay otros riesgos que están más ligados a la calidad de la información que recibe el afiliado para efectos de sus decisiones, esto es, cuán exacta, carente o fundamentada sea esta. Aseguró que se trata de una materia que aborda el informe elaborado hace un tiempo.

Respecto de los movimientos de fondos, si bien fueron incorporados como una posibilidad para los afiliados desde hace muchos años y propiamente en el esquema de los multifondos desde comienzos de los 2000, en

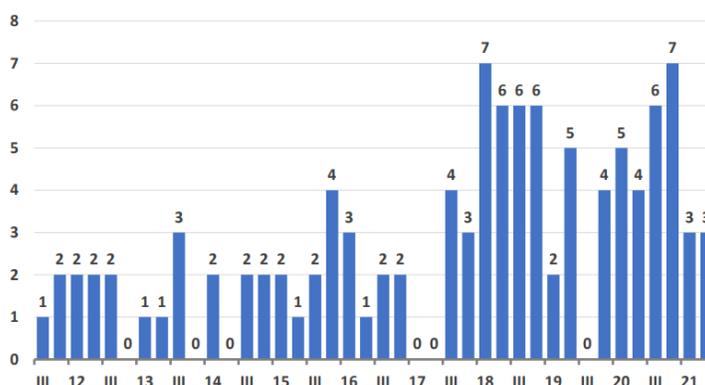
realidad solo en 2018 las recomendaciones, que ya existían desde hace algún tiempo, empezaron a darse con mucha mayor frecuencia.

En relación al gráfico siguiente, señaló que hasta el 2017 el número de cambios de fondos en un trimestre raramente superaba dos recomendaciones mensuales. En cambio, desde el 2018 en adelante, estos movimientos han sido muchísimo más frecuentes, en algunos trimestres seis y hasta siete recomendaciones. Comentó que han tenido casos en los cuales en un mes se han dado tres recomendaciones distintas, todo lo cual genera un grado de volatilidad en las carteras de los fondos de inversión importantes, que es lo que lleva al hecho de que los administradores de fondos de pensiones deban asegurarse de mantener fondos más líquidos, pero al mismo tiempo menos rentables para facilitar estos cambios, dado que la ley les da un plazo bien limitado para materializarlos.

**Desde 2018 se produjo un aumento considerable en la frecuencia de recomendaciones de cambios de fondo, observándose hasta tres recomendaciones distintas en un mes**

5

Cantidad de sugerencias de cambios de fondo trimestrales (número)



Fuente: Elaboración propia



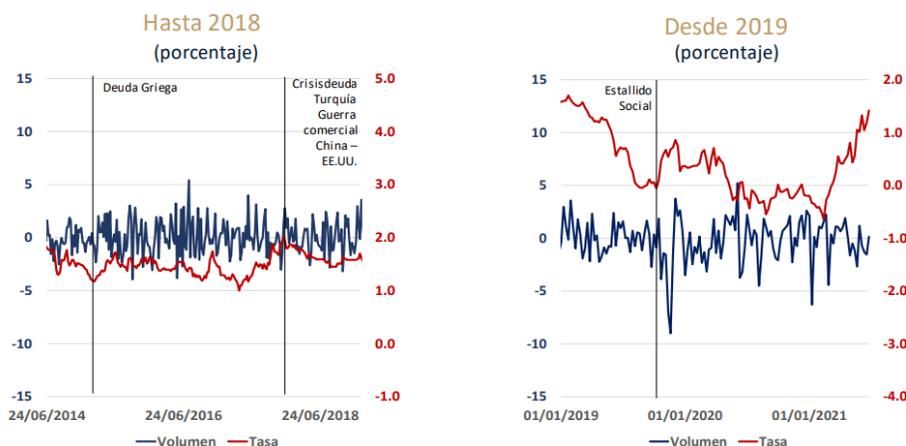
Subrayó que lo más importante como Banco Central, tiene que ver con el impacto que eso tiene en los mercados financieros.

El siguiente gráfico demuestra que si se compara los movimientos de bonos soberanos, en términos de volumen y de tasa, se observa cómo hasta el 2018 el movimiento era relativamente estable, con mucha estabilidad de las tasas soberanas. En cambio, desde 2019 en adelante esto varió significativamente, por cuanto aumentó mucho el volumen de movimiento de fondos y, al mismo tiempo, las tasas también han tenido una variabilidad muchísimo mayor. Desde fines del año pasado también han tenido un incremento, explicado por varios factores, no solamente lo que está asociado a los movimientos de los afiliados, aunque estos sí contribuyen a aumentar la volatilidad de estos movimientos.

Algunas de estas recomendaciones exacerbaban la volatilidad de los mercados en episodios particularmente sensibles para la economía, en contraste con el rol más estabilizador que habían cumplido en el pasado

6

#### Movimientos de bonos soberanos FP y tasas (1)



(1) Volumen representado como cambios porcentuales de saldos de bonos soberanos en UF a 10 años en portafolios de FP, en frecuencia semanal. Tasas de Interés en porcentaje, misma frecuencia, eje derecho. Desde fines de 2014 la deuda griega se incrementó en 5pp, hasta el plan de rescate. El primer y segundo trimestre del 2018 hubo tensiones en la deuda turca y se desencadenó la guerra comercial entre China y EE.UU. Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y DCV.



Relató que, además, al comparar algunos episodios del pasado con los más recientes, se observa que durante mucho tiempo, cuando lo que dominaba en término de los cambios de composición de los fondos de pensiones eran las decisiones de los administradores, ligado a cómo veían las perspectivas para la economía, las perspectivas para los mercados, donde normalmente los fondos de pensiones tendían a jugar un papel estabilizador, porque entraban a los mercados cuando veían que los precios de los activos estaban cayendo más allá de lo justificado en el largo plazo. Entraban y eso ayudaba a estabilizar esos mercados, cosa que ocurrió en varios episodios importantes.

En el último año y medio eso no siempre ha sido así; ya que se han tenido momentos en los cuales hubo movimientos de fondos en ocasiones muy complejas, ocasiones en las cuales la economía estaba con un grado importante de incertidumbre, donde ya se estaba produciendo la volatilidad en los mercados y eso tendió a exacerbarse, porque muchas de las recomendaciones se han basado en consideraciones más de corto plazo, de obtener una ganancia para los afiliados en el corto plazo, pero eso tiende a exacerbar los movimientos de los mercados, tiende a aumentarlo en lugar de reducirlo.

Precisó que ahora, el tema fundamental en torno a las recomendaciones y los movimientos de fondos de los afiliados tiene que ver con que, por el hecho de existir recomendaciones que tienen una recepción muy masiva y que como tales pueden incidir sobre los precios de mercado, eso hace que para quien emita la recomendación, si esa persona o entidad prevé que su recomendación va a producir un determinado efecto en los mercados, existe el riesgo de que esa persona o esa entidad tenga la tentación de obtener una ganancia a su favor, adelantándose a lo que sería el movimiento en esos mercados. Añadió que no es necesaria una suerte de denuncia para que la regulación se justifique. Explicó que la regulación se justifica en la medida en que exista el riesgo de que se produzca este tipo de conducta, y eso es lo que debería llevar a adecuar la regulación, para prevenir que este tipo de situaciones se produzca.

Subrayó que siempre se debe tener claro que las regulaciones, en general, buscan mitigar riesgos, sin embargo, no siempre los pueden eliminar por completo, por lo que es importante mantener un monitoreo regular sobre cómo están funcionando los mercados y diversos agentes.

Entonces, este tipo de riesgos ha hecho que las asesorías financieras, en particular las asesorías a inversiones con objetivos previsionales, sea una actividad regulada en varios países de altos ingresos.

A modo de ejemplo, señaló que en el Reino Unido las asesorías financieras son reguladas con independencia de si esta es personalizada o de carácter general o genérico. Al mismo tiempo, se han impuesto una serie de requisitos en varios países como son el cumplimiento de exigencias mínimas de idoneidad y conocimientos para el asesor; la obligación de entregar información clara al cliente acerca de los costos o potenciales conflictos de interés, y la obligación de actuar siempre en el mejor interés del asesorado. Todo eso forma parte de los marcos regulatorios que hay en países donde se da la posibilidad de movimiento de los inversionistas con asesorías externas.

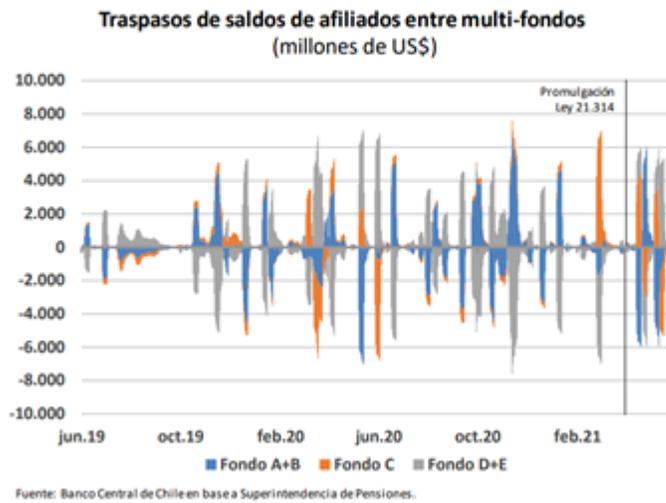
Resaltó, que cuando se compara con el caso del Reino Unido, se debe considerar que se trata de un mercado de capitales muy profundo, de enormes dimensiones y, por lo tanto, la posibilidad de generar el impacto sobre los precios de mercado, a través de movimientos masivos de afiliados, no son los que se dan en Chile, porque en nuestro país el peso relativo de los fondos de pensiones es muy alto, en relación con el tamaño del mercado de capitales y de los mercados de distintos activos, lo que hace aún más relevante la importancia de regular este tipo de asesorías.

Hizo hincapié, en que esto fue recogido en la ley de agentes de mercado, que creó la figura de asesores financieros previsionales o entidades de asesorías financiera previsional, que establece una serie de requisitos, entre los cuales está inscribirse en un registro que mantendrá conjuntamente la Comisión para el Mercado Financiero y la Superintendencia de Pensiones, constituir garantías para responder a los perjuicios que puedan causar a los afiliados, y acreditar conocimientos suficientes.

Asimismo, se señala claramente, en esa ley, que no podrán valerse, directa o indirectamente en beneficio propio o de terceros relacionados, de las variaciones de precios que se deriven de las recomendaciones que hayan efectuado a sus clientes. Actualmente, la Comisión para el Mercado Financiero tiene en consulta pública la norma para generar, precisamente, esta regulación.

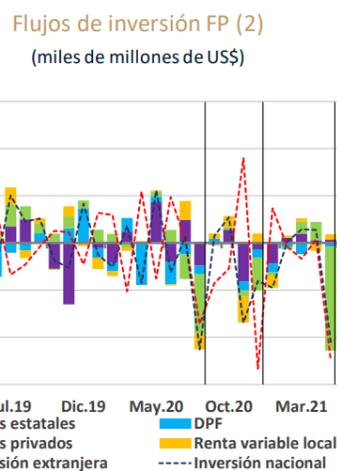
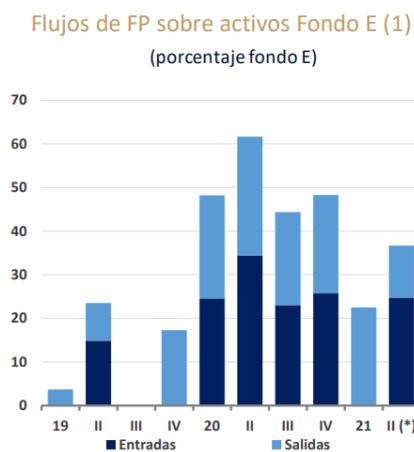
Indicó que en la lámina siguiente se observa que es importante por la creciente magnitud y frecuencia de las recomendaciones de cambio de fondos; en particular, que en torno a la promulgación de ley N° 21.314 tendió a reducirse estas recomendaciones, pero luego resurgieron con casi mayor frecuencia en los meses siguientes. Entonces, hasta hace poco esto ha seguido siendo un tema importante en términos del funcionamiento del mercado de pensiones, lo que ha generado, efectivamente, rebalances relevantes en el portafolio de inversiones de los fondos de pensiones.

En el IEF reciente hemos destacado que luego de alguna disminución en la frecuencia de recomendaciones a inicios del 2021. No obstante, en los últimos meses se intensificaron, lo que se asocia a un aumento significativo de movimientos entre los multi-fondos.



Luego, exhibió el siguiente gráfico, en relación al flujo de los fondos de pensiones en el fondo E, que refleja que en términos de entradas y salidas ha habido trimestres con el mismo volumen de entradas y de salidas por recomendaciones con direcciones opuestas.

Estos cambios de fondos han generado rebalances relevantes en el portafolio de inversiones de los FP, que van más allá de los retiros anticipados.



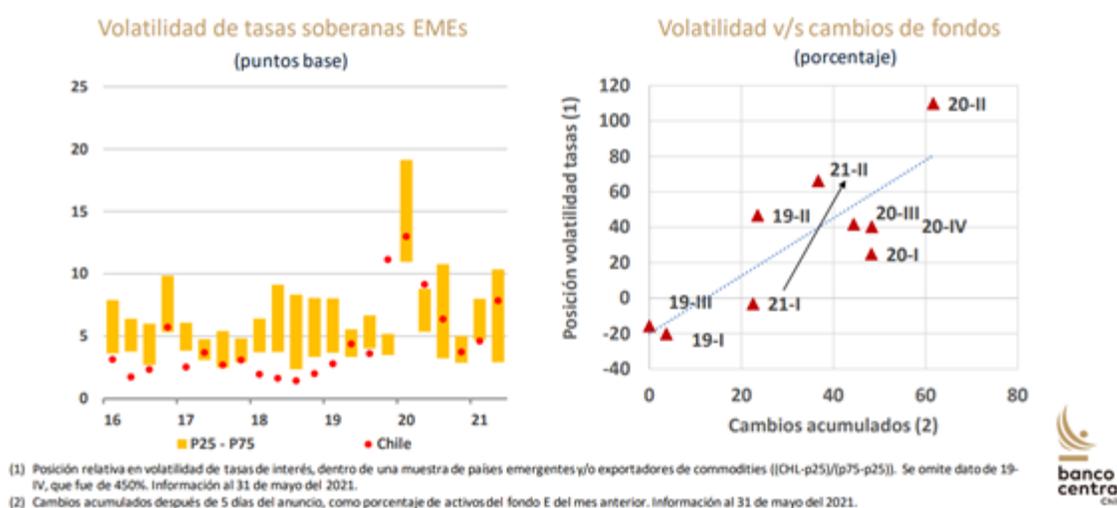
(1) Activos del fondo E mes anterior. Información al 31 de mayo del 2021.  
 (2) Líneas verticales marcan fechas de retiros de ahorros previsionales. Información al 31 de mayo del 2021.  
 Fuente: Banco Central de Chile en base a Bloomberg y SP.



A su vez, la lámina de la derecha refleja cómo ha ido cambiando la composición de los flujos de inversión de los fondos de pensiones. Por supuesto, acá también incide, sobre este movimiento que se observa en esta gráfica, los retiros de fondos de los afiliados que también han llevado a liquidar activos por parte de las administradoras.

Explicó que en la lámina exhibida, a continuación, se aprecia un fenómeno que está conectado a esta mayor intensidad de las recomendaciones y de cambios efectivos de fondos de los afiliados, en términos de la volatilidad de las tasas soberanas, o sea, las tasas de bonos del gobierno de largo plazo en economías emergentes. Se ilustra, desde el año 2016 en adelante, la volatilidad de estas tasas para un conjunto de países emergentes, varios de América Latina, otros de Asia, etcétera.

**Asimismo, la intensidad de cambios de fondos se asocia a un menor rol mitigador de inversionistas institucionales, respecto a volatilidad de tasas en Chile, ubicándose en lo más reciente en la parte alta de la distribución de economías comparables.**



Así las cosas, hasta fines de 2018, más o menos, Chile tenía una volatilidad de las tasas soberanas muy baja, por debajo del percentil 25 de la volatilidad de tasas en economías emergentes, es decir, las tasas soberanas de largo plazo en Chile eran mucho menos volátiles que en otros países emergentes. Esto comenzó a cambiar durante 2019; en el último trimestre, en 2019, se produjo un salto, un aumento muy considerable de la volatilidad de las tasas soberanas en Chile, derivado de los efectos económicos que tuvo la crisis social.

A comienzos de 2020, se produjo un salto grande de la volatilidad de tasas en todos los países emergentes derivado del inicio de la crisis de la covid-19, y luego eso ha tendido a moderarse con la economía chilena, ubicándose, más o menos, en la mitad de ese rango de variabilidad entre los países emergentes.

En el gráfico de la derecha se observa la relación entre la frecuencia de los cambios acumulados y la volatilidad de tasas, y que, en general, la mayor volatilidad o el mayor volumen de cambios, tiende a generar también una volatilidad de tasas mayor.

Explicó que con lo anterior, se llega a lo que son hoy los desafíos de la ley N° 21.314. Destacó que lo importante es que esta es una normativa que está en proceso de implementación. En efecto, para generar los beneficios que se buscaba cautelar con esta ley se requiere la puesta en

funcionamiento de la ley aprobada, que comenzó a regir el 1 de julio, y exige a los asesores a inscribirse en el registro de asesores financieros, a más tardar el 1 de octubre, de acuerdo a la normativa que dicta la Comisión para el Mercado Financiero y la Superintendencia de Pensiones, a más tardar el 1 de agosto.

Advirtió que aún pueden existir desafíos frente a otros canales a través de los cuales se puede incidir en la decisiones de los afiliados, sin estar sujetos a una regulación y fiscalización, a través de medios alternativos de coordinación y de influencia que puedan ser objetos de una fiscalización más compleja.

Finalmente, aseveró que el gran desafío es implementar esta legislación, ver cómo avanza en términos de su rodaje e identificar si es que se genera algún tipo de resquicio, pero, en general, aseguró, tener bastante confianza en que ayudará a volver al tema de los cambios de pensiones en lo que era su propósito inicial, es decir, en decisiones de largo plazo de los afiliados en términos del perfil de riesgo de sus inversiones, cuán líquidas querían que fueran y cuán rentables en el largo plazo querían que fueran. Por lo tanto, los temas de cambios de fondos ligados a objetivos de más corto plazo, por supuesto, tienen otros mercados y otros instrumentos con los cuales se pueden operar.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, tras agradecer la exposición solicitó al presidente del Banco Central profundizar en dos aspectos:

En primer lugar, en cuanto a que los cambios masivos de fondos, en muy corto tiempo, generan inestabilidad o volatilidad en el mercado financiero, fundamentalmente porque afectan las inversiones o los instrumentos, a más largo plazo y, por lo tanto, eso podría llevar a que no solo sufrieran pérdidas quienes hacen los cambios, sino también el sistema, pidió se ilustre el impacto de los cambios masivos de fondos en el sistema.

En segundo lugar, solicitó se explique un poco más en detalle, en qué consiste el *Front running* y adelantó que la misma pregunta le formulará al presidente de la Comisión para el Mercado Financiero.

**El señor Marcel** (Presidente del Banco Central) anunció que hará un comentario general y, después, solicitará al Presidente que se otorgue la palabra al señor Juan Francisco Martínez para referirse en particular a los efectos sobre los mercados, y al fiscal, Juan Pablo Araya, para abordar el tema de los conflictos de intereses.

Explicó que en el fondo, tienen dos o tres tipos de situaciones. Una tiene que ver con el impacto inmediato o más directo de los cambios de fondos sobre los mercados de activos y sobre el tipo de cambio, porque también hay que considerar que el tipo de cambio tiende a verse afectado si hay movimientos de inversiones en el exterior o viceversa.

Entonces, si esos movimientos hacen caer los precios de activos en los que están invertidos los fondos de pensiones de todos los afiliados, por supuesto va a afectar al resto de los afiliados. Añadió que en la medida en que

se ha ido intensificando esta dinámica, la reacción de los mercados ha sido muy inmediata. Reflexionó que quizás en el pasado, hace cinco, ocho o 10 años, los mercados habrían esperado a ver qué pasaba con una recomendación, sin embargo hoy, cuando esas recomendaciones se emiten, los mercados reaccionan casi de inmediato.

Acotó que lo anterior también se refleja en otro de los puntos que mencionó el diputado Pérez, que tiene que ver con quiénes obtienen una mayor ganancia, por así decirlo, si efectivamente los mercados reaccionan de esa manera. En ese escenario, no todos los afiliados que siguen estas recomendaciones, las materializan al mismo tiempo. De hecho, los cambios de fondos se producen entre dos y cinco días posteriores a la recomendación, pero en ese lapso hay una enorme diferencia, en términos de lo que puede estar ocurriendo con los precios de mercado.

Por lo tanto, se genera una suerte de carrera respecto de quién es el primero en cambiarse para obtener la mayor ganancia, porque el que se cambia al final, probablemente va a sufrir una pérdida. Eso tiene que ver con los cambios en lo más inmediato.

Respecto del largo plazo hay un costo que afecta también al conjunto de los afiliados, incluyendo a los que se han cambiado de fondo, en la medida de que los fondos de pensiones deban mantener activos más líquidos, para que los cambios de composición de fondo se puedan implementar a la velocidad requerida. Como existe una tensión entre liquidez y rentabilidad, mantener una mayor proporción de fondos líquidos de todos, en general, hace que los fondos sean menos rentables, lo cual afecta a todo el mundo, independientemente de lo ocurrido en un episodio de cambio respecto de otro.

Estimó que en Chile se debe estar muy conscientes del peso relativo de los fondos de pensiones en estos mercados, para entender la magnitud de los movimientos de precios. Por ejemplo, en el mercado de bonos soberanos, los activos de los fondos de pensiones representan aproximadamente la mitad de toda la deuda soberana en el mercado local. En el caso de las acciones es una proporción menor -alrededor de 30 por ciento-, en parte, porque solo las acciones de algunas compañías son elegibles para las inversiones de los fondos de pensiones.

Asimismo, en el mercado cambiario, si se comparan los volúmenes de operaciones de cambio que generan algunas de estas recomendaciones, versus el movimiento regular habitual del mercado cambiario, también se observarán diferencias muy importantes. Señaló que el señor Juan Francisco Martínez puede referirse un poco más a esas órdenes de magnitud y abordar el tema de los conflictos de intereses.

#### 6.- El Gerente de Estabilidad Financiera del Banco Central, señor Juan Francisco Martínez S.

Aunció que haría un par de puntos sobre las preguntas formuladas.

El primero es acerca de las órdenes de magnitud. Explicó que tal como se aprecia en los gráficos ya exhibidos el orden de magnitud de impacto en las tasas soberanas de largo plazo, en los períodos previos a 2019, cuando se intensificaron las recomendaciones, era de 50 puntos base frente a un evento extremo.

Los movimientos de los fondos de pensiones se realizaron para tratar de contrarrestar los efectos del deterioro en los mercados de Renta Fija Soberana.

Además se aprecia que el volumen que los fondos de pensiones tuvieron que liquidar fue significativo. En algunas semanas, se observó una caída de más de 10 por ciento y, por lo tanto, incrementó el nivel de la tasa de interés en cerca de 100 puntos base, es decir, en casi un 1 por ciento.

Lo anterior se relaciona con los costos que se pueden afrontar al momento del impacto que tienen en el mercado, no solo en las tasas de interés de largo plazo, puesto que eso también tiene un efecto que ha sido cuantificado en diversos estudios, como el más reciente, de 2020, de Ceballos y Romero, citado en una de las láminas al comienzo de la exposición, en que se estima que por cada recomendación, la tasa de interés de hipotecarios se puede llegar a incrementar en 30 puntos base. Pensando que una tasa de interés de crédito hipotecario está en el orden del 2 a 3 por ciento, podría crecer solo por una recomendación, por ejemplo, como la observada al inicio, o a mediados de 2019, entre 30 y 60 puntos, esto es, subir de 2 a 2,6 por ciento, solo por el efecto de la volatilidad adicional que generan las recomendaciones.

En cuanto a la rentabilidad obtenida por cada uno de los beneficiarios, por cada uno de los afiliados que hace uso de las recomendaciones, hay dos puntos:

Primero, un estudio reciente de la OECD encuentra que las ganancias obtenidas al hacer caso de las recomendaciones son, en general, debido a la suerte, porque la mitad de los beneficiarios obtiene algún retorno en caso de haber seguido las recomendaciones.

Comentó que un dato más de largo plazo es que el mismo trabajo menciona que el 73 por ciento de las personas que siguió las recomendaciones, desde 2014, si en lugar de haber hecho eso hubiese seguido un perfil de inversiones, de acuerdo con su edad y otras características, un perfil por defecto, hubiera tenido un 4,4 por ciento menos de rentabilidad acumulada desde 2014 a la fecha.

Finalmente, aseveró que no es evidente que las recomendaciones generen un beneficio individual para quienes las siguen y, por otro lado, el efecto en el mercado financiero tiende a ser relevante, porque no solo afecta a la liquidez de los mercados, sino también a las condiciones de financiamiento, lo que se refleja, por ejemplo, en las tasas de interés de los créditos hipotecarios.

7.- El Fiscal del Banco Central, señor Juan Pablo Araya Marco.

Señaló que respecto de los conflictos de interés, diría que estas situaciones son una de las motivaciones o razones que justificaban la necesidad de contar con una regulación eficaz de la actividad de asesoría previsional o financiera previsional, junto con los efectos que los cambios masivos y frecuentes de fondos de pensiones pueden tener en el valor de las carteras, amén del impacto que puede tener para los afiliados al sistema y los pensionados.

Otro factor importante que justificaba esta regulación era prevenir los eventuales conflictos de interés. De ahí que no es necesario tener evidencia o confirmación de que se está abusando o de que se está haciendo mal uso de la información que poseen los asesores previsionales al momento de hacer su recomendación para efectos de regular, sino que basta que exista el riesgo de ello para que sea necesario o conveniente contar con una normativa que regule la materia y, de esa manera, prevenir ese conflicto y ese riesgo.

Esto es algo que no solo fue levantado por el Banco Central en su momento, a través de informes de estabilidad financiera, sino que está presente en la literatura y en distintos reportes que se han hecho sobre estas materias.

Valoró que la ley N° 20.314, aprobada por el Congreso, se hizo cargo de este tema y, junto con regular a los asesores previsionales, incluyó normas de incompatibilidades y prohibiciones. Concretamente, incluyó una prohibición que impide a los asesores financieros previsionales valerse, directa o indirectamente, ya sea en beneficio propio o de terceros relacionados, de las variaciones de los precios de mercado que puedan derivar de las recomendaciones que ellos efectúan a sus clientes.

Junto con ello, relevó que al estar sujetos a la fiscalización de la Superintendencia de Pensiones y de la CMF, existen las herramientas para asegurar que esa prohibición se cumpla efectivamente.

Por eso, destacó que la institución aprecia profundamente el cambio legal que aprobó el Congreso, toda vez que se hace cargo de esa preocupación.

**El diputado señor Pardo** ahondó en la segunda parte de la pregunta realizada inicialmente el diputado Pérez.

En relación a la volatilidad y a los efectos negativos de estos cambios masivos en el sistema consultó si existe evidencia, o algún riesgo cierto de que con el uso de la información privilegiada, que supone saber que se va a producir un cambio masivo, se pueden tomar posiciones y obtener ganancias indebidas por parte de quienes promueven esos cambios.

**El señor Marcel** (Presidente Banco Central) puntualizó que tal como lo señaló el fiscal del Banco Central, señor Juan Pablo Araya, ese riesgo existe dado el volumen o número de afiliados que siguen las recomendaciones. En

efecto, mientras mayor sea ese número, mayor será el impacto potencial en los mercados.

Explicó que no se trata de una cuestión aritmética, porque cada uno de los cinco fondos del sistema de multifondos tiene límites de inversión, y cuando la administradora debe tomar una decisión ante un cambio de fondo tiene varias alternativas. Incluso, se ha visto entre los cambios más extremos, entre los fondos A y E, que las administradoras han ido cambiando sus estrategias de inversión y desinversión, de manera de mantener la rentabilidad, que es algo que el sistema siempre les exige.

Por lo tanto, no se puede identificar como un impacto, como algo que es totalmente cierto, pero en la medida en que su probabilidad sea relativamente alta, aseveró que el riesgo sigue estando presente.

**El diputado Saavedra** (Presidente) reflexionó que ante la pregunta del diputado Pardo, la respuesta sería que es improbable la posibilidad eventual de que alguien obtuviera mejores posiciones y, con ello, ingresos subrepticios por solo aconsejar estos cambios masivos.

**El señor Marcel** (Presidente Banco Central) complementando la idea expresó que para hacer eso se tendría que tener información sobre las operaciones financieras que ha hecho esa persona o personas relacionadas con ellos, y hay mercados en los cuales, además, se mantienen mayores registros individualizados de quienes intervienen; en otros, menos. Así las cosas, el mercado de acciones es mucho más transparente en términos del conocimiento de quienes invierten en acciones determinadas, en cambio, en el mercado cambiario los volúmenes de información son muy grandes. Observó que en este caso, los mercados funcionan en distintos lugares y, por lo tanto, es más difícil obtener información.

Ahondando en el punto, **el señor Araya** (Fiscal del Banco Central) reiteró que el Banco Central no tiene a su cargo ni tiene facultades fiscalizadoras sobre estas entidades; en general, no las tiene sobre las instituciones financieras.

Por lo tanto, aseveró, que no es que tengan alguna información concreta respecto de que este tipo de situaciones haya podido estar ocurriendo, sino que simplemente se levanta el riesgo.

Resaltó que la ley que se acaba de aprobar otorga facultades fiscalizadoras a la CMF y a la Superintendencia de Pensiones. Entonces, de aquí en adelante, sobre todo cuando esté implementada la ley, van a existir las herramientas a cargo de esas entidades para efectos de controlar y fiscalizar que efectivamente esta prohibición se cumpla.

Declaró que hacia atrás es más difícil. Primero, porque quienes realizaban estas actividades estaban fuera del perímetro fiscalizador de estas entidades y, segundo, porque en ausencia o a falta de denuncias concretas o

hechos concretos que permitieran sospechar que hubiera ocurrido una situación como esta, es obvio que no es posible establecer o suponer que hayan ocurrido.

Comentó que de repente, como ocurre en tantos ámbitos, por distintas circunstancias se sabe de alguna situación que termina en escándalo. En otros países, y también en Chile, se ha visto que se inician investigaciones que llegan a algún resultado. Declaró que hasta el momento no existiría una denuncia o un caso concreto que se pueda dar a conocer o que esté siendo objeto de investigación. No obstante, aseguró confiar en que, hacia adelante, la nueva regulación y las facultades de la superintendencia y de la Comisión para el Mercado Financiero, van a contribuir a prevenir que este tipo de situaciones se produzca.

#### 8.- El Presidente de la Comisión para el Mercado Financiero, señor Joaquín Cortez Huerta.

Hizo presente que la presentación<sup>12</sup> que expondrá es complementaria a la realizada por el Banco Central, entendiendo que la invitación fue extendida para referirse a la fiscalización o regulación de los asesores financieros, que formulan recomendaciones a cotizantes de las AFP, para la administración de sus fondos previsionales.

Comentó que se referirá acerca de cómo se realiza la supervisión. Básicamente, explicó que hay un antes y un después con respecto de la ley N° 21.314, y cómo esta cambia la forma en que debe fiscalizarse a esos asesores, y cómo cambia el perímetro de supervisión.

Además, se abocará a algo que ha estado presente en la discusión, que dice relación con el eventual uso de información privilegiada por parte de esos asesores.

Declaró que la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) es un servicio público, de carácter técnico, que tiene entre sus objetivos velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública.

Hasta antes de la entrada en vigencia de la ley N°21.314, establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados, regula la asesoría previsional y otras materias que indica. Sin embargo, aclaró, que los únicos que estaban sometidos a su supervisión eran los denominados asesores previsionales, es decir, aquellos que entregaban orientación personal a quienes deseaban pensionarse o tomar otras decisiones en materia previsional. Por lo tanto, no estaban bajo su supervisión los denominados asesores financieros. Los únicos que estaban bajo supervisión, tanto de la Superintendencia de Pensiones como de la Comisión para el Mercado Financiero, eran los asesores previsionales.

---

<sup>12</sup> [https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=230557&prmTipo=DOCUMENTO\\_COMISION](https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=230557&prmTipo=DOCUMENTO_COMISION)

Precisó que dichas personas tenían que cumplir una serie de requisitos, por ejemplo, acreditar conocimiento en materias previsionales; cumplir con requisitos de integridad; tener una garantía, básicamente una póliza de seguro, para hacer frente a eventuales incumplimientos, y estar inscrito en el Registro de Asesores Previsionales. Lo anterior, aplica a aquellos asesores denominados previsionales.

Los asesores financieros no cumplían ninguno de esos requisitos, razón por la que esa figura nunca fue muy cómoda para la comisión. Recordó que en el pasado hubo varios escándalos relacionados con asesores financieros, quienes no tenían ninguna supervisión.

Para los asesores previsionales, la superintendencia, en conjunto con la comisión, estableció un procedimiento de fiscalización, la cual podía ser en terreno o en gabinete. Se requiere, periódicamente, información técnica sobre sus operaciones, se verifica la mantención de los requisitos legales y se realiza una verificación periódica de sus conocimientos. Para ello, los asesores tienen que dar exámenes periódicamente.

Reiteró que hay un antes y un después. La ley N° 21.314, que establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados y regula la asesoría previsional, entre otras materias, establece un cambio en la forma en que se fiscaliza el mercado. Básicamente, incorpora un perímetro a los asesores financieros y crea una nueva figura: la de los asesores financieros previsionales. Añadió que en algún minuto, estos se iban a denominar asesores previsionales masivos, en contraposición con los asesores previsionales, que daban recomendaciones personalizadas.

La ley establece algunas exigencias, siendo la más importante aquella que dispone que las personas y empresas que realizan recomendaciones masivas de inversiones previsionales, por ejemplo, cambios de fondo, deban someterse a una regulación conjunta de la Superintendencia de Pensiones y la CMF.

Clarificó que a quienes realizan sugerencias masivas de inversión se les denominará asesores financieros previsionales, cuando son individuos, mientras que las personas jurídicas se denominarán entidades de asesoría financiera previsional. Para ello, deben inscribirse en un registro *ad hoc*, que mantendrán conjuntamente la Comisión y la Superintendencia de Pensiones, y deberán contratar una póliza de seguro o boleta de garantía para responder a clientes por sus actuaciones o eventuales perjuicios.

Hizo hincapié en la importancia que quienes brinden ese tipo de servicios no podrán ejercer la función de administración de cartera y les estará prohibido valerse directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros relacionados, de las variaciones en los precios de mercado que se deriven de las recomendaciones que hayan efectuado a sus clientes. Aclaró que a eso se refería el presidente del Banco Central, respecto de que la ley da herramientas para supervisar y sancionar, eventualmente, a aquellos asesores financieros previsionales, que usen sus recomendaciones para obtener beneficios.

Asimismo, la ley regula la prestación de servicios de asesoría de inversión en Chile, la que, en virtud de este artículo, queda sujeta a la fiscalización de la CMF.

Los asesores financieros previsionales quedan bajo la supervisión conjunta de las dos entidades. Sin embargo, los asesores de inversión quedan sujetos a la fiscalización de la comisión.

Se define como asesoría de inversión a la prestación, por cualquier medio de servicios, o la oferta de productos al público en general o a sectores específicos de este, relacionados con la inversión en instrumentos financieros de cualquier especie.

La ley establece una obligación de registro y determina que solo puedan prestar servicios de asesoría e inversión en forma habitual quienes se encuentren inscritos en el registro que para tal efecto mantendrá la CMF. Por ende, Subrayó que el que no está inscrito en este registro, se entiende que está fuera de la ley.

Asimismo, mencionó que hay algunas entidades que se encuentran exentas de esta obligación, como los bancos, las compañías de seguros y reaseguros, intermediarios de valores de oferta pública, administradoras de fondos autorizados por ley y administradores de cartera fiscalizados, por cuanto ya están dentro del perímetro de supervisión.

La Comisión tiene 12 meses para dictar una norma de carácter general que regule a esos asesores de inversión, la cual debe establecer requisitos de inscripción, exigencia que deben cumplir los asesores en materia de solvencia, gestión de riesgos, idoneidad y conducta, que es la información mínima que esos asesores de inversión deben proporcionarle al público en general y a la comisión; y los requisitos que debe cumplir la información que se entrega al público, por ejemplo, informes sobre riesgos, costos, rentabilidades esperadas, conflictos de interés, y el perfil profesional de los responsables de dicha información.

En cuanto al tema que denominamos eventual uso de información privilegiada, señaló que la Ley de Mercado de Valores establece algunos lineamientos. Por ejemplo, todo aquel que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con un emisor posea información privilegiada debe observar las siguientes conductas: deber de reserva, consistente en guardar reserva y no utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir o enajenar para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas. También tiene una prohibición de uso, consistente en la prohibición de valerse de información privilegiada para obtener beneficios o evitar pérdidas. Finalmente, el deber de abstención de comunicar la información privilegiada a terceros, o de recomendar la adquisición o enajenación de los valores. Destacó que esas son conductas que se espera que se cumplan por medio de la ley.

El artículo 164 de la Ley de Mercado de Valores establece tres hipótesis. En primer lugar, cualquier información referida a uno o más emisores de valores, a sus negocios, o a uno o varios de sus valores, no divulgada al mercado

y cuyo conocimiento, por su naturaleza, sea capaz de influir en la cotización de ellos, es decir, conocimiento de valores o de emisores de valores que tenga el potencial de influir en el precio de mercado.

En segundo lugar, información sobre negociaciones aún pendientes, que al conocerse puedan perjudicar el interés social, cuya reserva haya sido acordada por tres cuartas partes de los directores de una empresa.

En tercer lugar, información sobre decisiones de adquisición, enajenación y aceptación o rechazo de oferta específica de un inversionista institucional en el mercado de valores, es decir, tener conocimiento del comportamiento o de lo que va a hacer un inversionista institucional, ya sea intención de compra o intención de venta, respecto de fondos de pensiones.

Mediante esta legislación se busca evitar que quien tenga información sobre un emisor de valores, sobre valores o sobre lo que un inversionista institucional hará, utilice esa información en beneficio propio.

A partir de esas hipótesis legales, y analizando el comportamiento de algunos asesores que hacían recomendaciones sobre cambios de fondos, estimaron que no ha sido posible asimilar el conocimiento de algunos sobre el contenido de las recomendaciones de inversión de los “asesores previsionales” a ninguno de los conceptos que la ley recoge en la noción de información privilegiada. Los asesores que hacían esas recomendaciones no tenían información sobre valores, sobre emisores de valores o sobre posible comportamiento en fondos de pensiones.

Afirmó que esos asesores no son de por sí inversionistas institucionales, por lo cual no es posible asimilar sus recomendaciones a información privilegiada.

Indicó que con la ley N° 21.314, que establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados, esos asesores financieros previsionales sí caben bajo el perímetro de la Comisión para el Mercado Financiero, y pasa a ser una infracción utilizar cualquier información de sus recomendaciones para efectuar operaciones que signifiquen ganancias o evitar pérdidas.

**El diputado Pérez, don Leopoldo,** consultó al presidente de la Comisión para el Mercado Financiero sobre el *front running* o manejo de esa información. Lo anterior, porque uno de los objetivos de esta Comisión Especial Investigadora es ver lo que pasó o la responsabilidad que tendrían las instancias de fiscalización, como la Superintendencia de Pensiones o la CMF (Comisión para el Mercado Financiero), respecto de un grupo de asesores financieros muy conocido y un caso muy bullado. Ese grupo desapareció del mercado al momento de ser publicada la ley, es decir, parece que la ley les perjudicó el negocio, y se habló mucho de eso.

Manifestó preocupación por lo señalado por el señor Cortez respecto de que, antes de la promulgación de la ley N° 21.314, no era posible

aseverar que algunos asesores hubiesen tenido información privilegiada sobre la recomendación de cambios masivos de fondos, por la cantidad de seguidores que tenían. Preguntó si eso se pudo haber advertido, o bien inferir que con ese movimiento muy rápido de fondos, con mucho volumen, podría afectarse el mercado, o podría tener ventajas comparativas respecto de otro en el mismo mercado financiero.

**El señor Cortez** (Presidente de la Comisión para el Mercado Financiero) manifestó que intentará responder a la pregunta del diputado Pérez, y solicitó ceder la palabra, al director general jurídico para que complemente la respuesta.

En primer lugar, reiteró que los asesores financieros estaban fuera del perímetro de la Comisión para el Mercado Financiero. En segundo lugar, insistió en la preocupación y señaló que se ha sancionado a algunas personas por uso de información privilegiada. Manifestó que su opinión personal es que conocer qué iba a hacer, cuál iba a ser la recomendación, podría haber tenido un componente valioso. No obstante, señaló que trataron de ver si el eventual aprovechamiento de dicha información por parte de un asesor financiero cabía y se podía tipificar como una infracción a la Ley de Mercado de Valores. Añadió que esto les hubiese permitido sancionarlo, pero no pudieron tipificarlo.

9.- El Director General Jurídico de la Comisión para el Mercado Financiero señor José Antonio Gaspar Candia.

Señaló, respecto de la pregunta del diputado Pérez, y complementando la presentación del presidente de la Comisión para el Mercado Financiero, explicó que para analizar los ilícitos de información privilegiada aplicables en la Ley de Mercado de Valores antes de la publicación de la ley N° 21.314, una de las actividades de fiscalización que realizaron fue estudiar si algunas de las figuras que el diputado Pérez comenta cabían o no dentro de dicha norma.

En concreto, la figura del uso de información privilegiada, que podría haber sido uno de los aspectos analizados –como describió el Presidente de la Comisión para el Mercado Financiero–, requiere algunos elementos bastante circunscritos que establece la Ley de Mercado de Valores. Por un lado, la ley establece que la persona tenga conocimiento de información respecto de un emisor de valores, o una acción o un valor específico. Entonces, conforme a esa recomendación, evidentemente se provocaría un impacto en la situación de un fondo de pensiones, pero aseguró que tenían antecedentes respecto de que tuviera un conocimiento *ex ante* sobre el comportamiento de alguno de los valores que estaban presentes en el mercado de valores. En ese sentido, el denominado *insider* es un elemento clave dentro de la tipología de lo que se conoce como información privilegiada, pero aquello está conceptualizado de acuerdo a lo descrito por el presidente de la CMF.

En relación con la pregunta del diputado Pérez respecto del *front running*, otra hipótesis que también se podría analizar apunta a que esta práctica puede adelantarse o convencer a su contraparte –por así decirlo– dentro de la operación, es decir, jugar antes que el otro con los movimientos de los valores.

Pero, para que esa hipótesis se concrete, por lo menos ciertas figuras asimilables para las conductas de abuso del mercado, contenidas principalmente en los artículos 52 y 53 de la Ley de Mercado de Valores, exigen que a quien se busque “manipular” sea la contraparte en la operación de valores. En este caso, asumiendo que hubiera sido esa hipótesis, la recomendación no estaba dirigida a la contraparte en una eventual adquisición de una acción o de un bono, sino al público titular de los fondos de pensiones que iban a retirar. De manera que había un punto de asimetría en aclarar a quién iba dirigida la recomendación y con quién eventualmente pudiera regularse.

En conclusión, antes de este cambio la legislación no cubría las hipótesis descritas por el presidente Cortez y que eran de preocupación de la Superintendencia de Valores y Seguros, actual Comisión para el Mercado Financiero.

Finalmente, enfatizó que la institución dio el apoyo técnico a ese cambio legal, porque, entre otras cosas, cubría expresamente y sin esas aristas que las entidades que se dedican a la recomendación previsional masiva no puedan aprovecharse por ningún motivo de aquello y no queden esos marcos que existían con la anterior ley vigente.

10.- El profesor de Economía de la Pontificia Universidad Católica, señor Jaime Casassus.

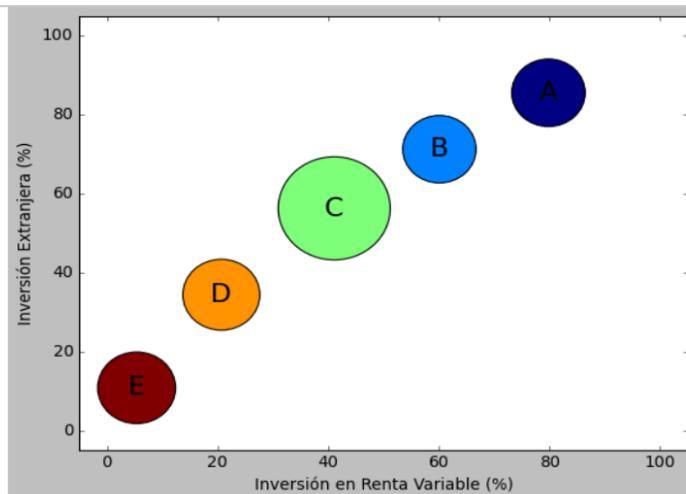
Procedió a compartir la presentación<sup>13</sup> en que que basará su intervención.

Inició su exposición mostrando brevemente una información sobre los fondos de las AFP, que permitirá entender un poco el efecto que pudieran tener los asesores financieros en los precios de mercado.

---

<sup>13</sup> [https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=231755&prmTipo=DOCUMENTO\\_COMISION](https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmID=231755&prmTipo=DOCUMENTO_COMISION)

## Diversificación de activos en Fondos de Pensiones



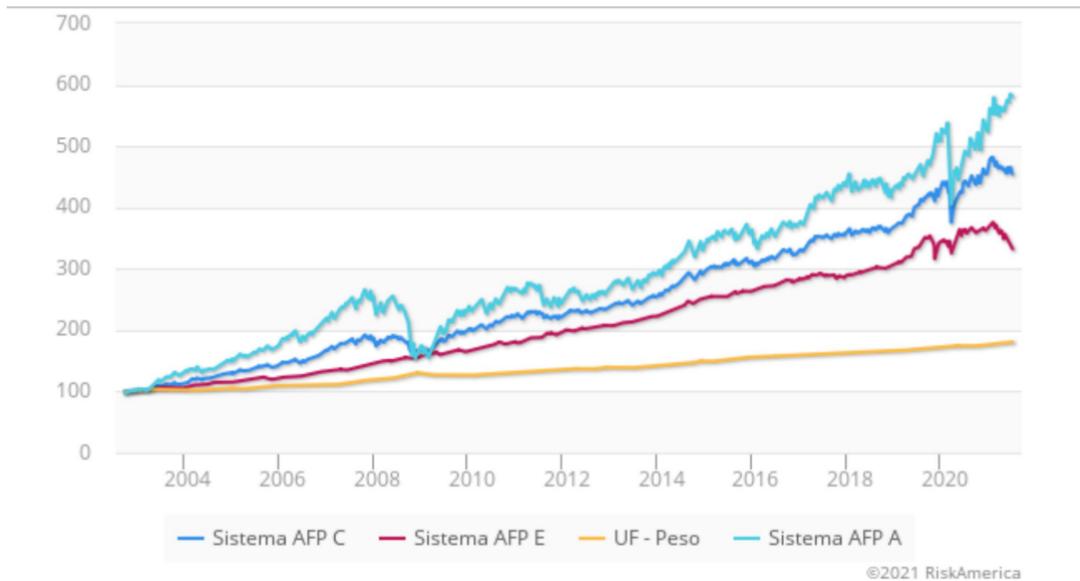
Fuente: elaboración propia con datos de SP / RiskAmerica

Indicó que en la imagen anterior se aprecia, en los círculos, los cinco fondos típicos. El fondo A, que es más riesgoso, está más cargado hacia renta variable e inversión extranjera, que es el eje vertical, y el fondo E, donde hay prácticamente renta fija *versus* renta variable; básicamente, inversión nacional o doméstica *versus* extranjera. Esto va a permitir después, al analizar los cambios del fondo A al fondo E y del fondo E al fondo A, entender un poco cuál es el efecto que hay en las distintas variables que están involucradas acá.

La superficie de cada círculo tiene que ver con el tamaño del fondo. El sistema tiene unos fondos cercanos a los doscientos mil millones de dólares. Los fondos A, B, D y E son prácticamente parecidos, en torno a los treinta mil millones de dólares, en tanto el fondo C tiene el doble, pues es el fondo más grande.

En la siguiente lámina se observa las series de tiempo estándares, desde que empezaron los fondos en 2002 hasta hoy. Aparecen los tres fondos: el E, de menor riesgo; el A y el C. Añadió que si se compara con el valor de la UF, sería muy cercano a un fondo F.

## Valores Cuota de Fondos A, C y E + UF



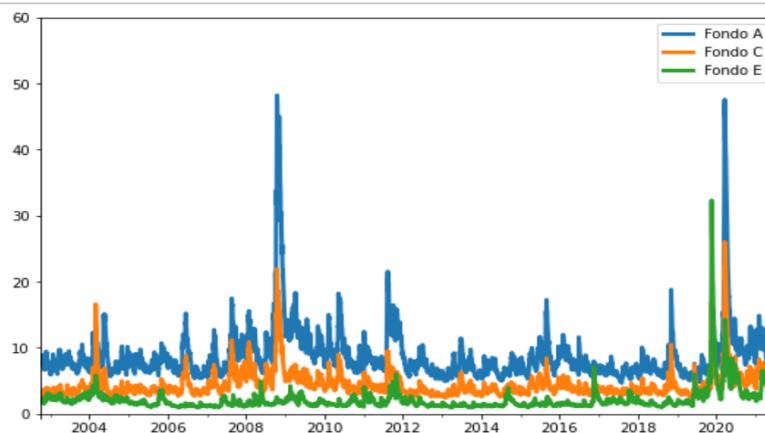
Advirtió que Si se quiere algo que tenga absolutamente cero riesgo, no deberíamos exigir más rentabilidades que, básicamente, la inflación. Incluso, podemos ver que es completamente estable. Va creciendo a una tasa pequeña, pero lo va haciendo.

El fondo E tiene ciertas variabilidades, aunque muy pocas. Solamente al final se ven aumentos en la variabilidad del fondo más seguro.

El fondo A, que es el más riesgoso -más cargado hacia acciones, inversión en renta variable e inversión extranjera-, tiene mucha variabilidad. Tiene caídas grandes que, en general, después se recuperan.

Ilustró que en la siguiente lámina refleja la volatilidad de los fondos, que es básicamente la incertidumbre.

## Volatilidad Condicional de Fondos A, C y E



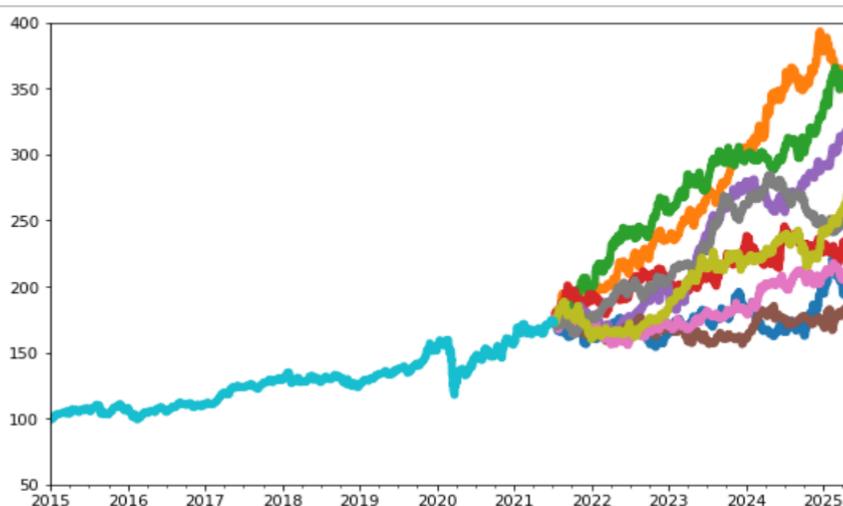
Fuente: elaboración propia / modelo AR(1)-Garch(1,1)

Explicó que si se compara el fondo A con el fondo E, se ve que el A tiene mayor variabilidad. En la lámina está representado con la línea azul y el E con la línea verde, y por tanto, se ve que la variabilidad, el nivel de incertidumbre, la volatilidad, como se denomina en términos financieros, está en torno a 10 por ciento para el fondo A y es mucho menor para el fondo E.

Señaló que la información que muestra el gráfico es interesante, porque esta variabilidad cambia. Hay períodos, como la crisis financiera 2008-2009, o la misma pandemia, que se manifestó fuertemente en los mercados en marzo de 2020, que muestran mucha variabilidad.

Explicó que transmite el concepto de incertidumbre, porque podría ser visto como un argumento para cambiarse de fondo.

## Simulación Fondo A



Fuente: elaboración propia / modelo AR(1)-Garch(1,1)

Indicó que la lámina anterior muestra una simulación que captura justamente la variabilidad. La simulación se refiere a las distintas trayectorias, de distintos colores. Detalló que lo que hizo básicamente es calibrar un modelo bastante estándar de precios con volatilidad variable. Afirmó que se podría tener escenarios tremendamente buenos, como lo indican las líneas naranjas y verdes, y otros donde después de cinco años seguir con el mismo monto, como lo indica la línea café.

Para mostrar la diferencia de riesgo, de incertidumbre, de volatilidad que tiene el fondo A versus el fondo E, mostró en la lámina siguiente la misma simulación.

Comentó que ambos gráficos parten en 2015; por lo tanto, el fondo E está más pequeño. Gráficamente se pueden apreciar las posibles trayectorias, aunque la realidad va a ser solo una. De todas las trayectorias posibles, se puede ver que el fondo E tiene más acotados sus riesgos. No obstante, añadió, podría darse la dinámica que muestra la línea naranja, que sería un mal escenario

en comparación con uno de mayor recuperación, que podría ser la línea morada que está más arriba.

Luego se refirió a la pequeña evidencia que hay acerca del *market-timing*, que no es otra cosa que intentar ganarle al mercado. Respecto de la interrogante sobre si tiene sentido intentar ganarle al mercado, explicó que se verá qué pasa con el sistema de pensiones, con las AFP; tratando de hacer *market-timing* en las AFP.

Brevemente exhibió una lámina que demuestra que la evidencia es tremendamente abundante en cuanto a que es muy difícil ganarle al mercado.

Mencionó un *paper* muy importante de Eugene Fama, Premio Nobel de Economía, escrito por Kenneth French en 2010, donde en la industria de los fondos mutuos tratan de separar los buenos resultados entre suerte y habilidad, y que concluyó que es muy difícil ganarle al mercado. Aseveró que lo mismo pasa con los *hedge funds*, estos fondos de cobertura, donde hay menos información.

Luego, se detuvo en el último artículo publicado en The Journal of Finance, cuyo título se traduce como “El trading activo -la inversión activa- puede ser peligrosa para la riqueza”. En dicho artículo se revisa la historia de muchos analistas individuales, quienes documentan que no logran, en promedio, ganarle a su *benchmark* -contra el que se comparan-, después de pagar comisiones. Relevó la última línea, donde dice que eso podría deberse al exceso de confianza entre preinversionistas, que en general son personas con educación financiera.

En cuanto a qué pasa en los fondos de pensiones, consideró importante destacar que el objetivo de las AFP y de los multifondos no es hacer *market-timing*, sino maximizar el tamaño del fondo al momento de la jubilación del afiliado. La función-objetivo, lo que se debe maximizar, no son ganancias de corto plazo, sino más bien se trata de maximizar y tener el mayor fondo posible cuando las personas se jubilen, los hombres a los 65 años y las mujeres a los 60.

Lo anterior se traduce en que los portafolios debieran estar bien diversificados e invertir en activos de largo plazo. No interesa mucho el corto plazo acá. Todos esos vaivenes y muchas de esas volatilidades podrían ser pasajeras, y en general lo son, por lo que debieran invertir en activos de baja liquidez, pues éstos son más baratos de comprar y tienen premios por iliquidez.

Respecto de cuáles son las razones que, en teoría, debieran motivar los posibles cambios entre fondos, subrayó que es la edad, porque si bien el fondo A es más riesgoso, tiene retornos mayores, en promedio; por lo tanto, se debe aprovechar eso a una temprana edad, pero cuando se va acercando la edad de jubilación, uno debiera ir transitando gradualmente hacia fondos de menor riesgo, de manera de no arriesgar el fondo de la pensión. Ejemplificó qué pasa, si le toca pensionarse justamente en pandemia, cuando se registró una caída tremenda en marzo de 2020, y si se encuentra en el fondo A, cosa que la ley no lo

permite, hubiese absorbido toda esa caída y no hubiese aprovechado realmente la subida posterior que hubo en ese fondo.

Recalcó que ese es el tipo de argumento que debiera motivar realmente los cambios de fondo. Son muy pocos cambios los que debieran ocurrir. Ahora, la razón de tener multifondos era simplemente porque hay personas que tienen distinta percepción del riesgo; hay personas a las que les molesta mucho el riesgo, por lo tanto, como son muy aversos al mismo, probablemente van a estar en un fondo D o E, en cambio, las personas que no tienen tantos problemas con el riesgo, se van a fondos tipo A o B.

Así las cosas respecto a si tiene algún sentido pensar en *market-timing* con los fondos de pensiones, sostuvo que no hay muchas razones teóricas. En cuanto a si hay razones empíricas señaló que hay datos, gracias a los asesores previsionales que han estado operando en la última década. El más grande de ellos es Felices y Forrados, con información disponible, con bastantes estudios, que son los que voy dar a conocer brevemente.

Respecto de cómo funciona Felices y Forrados indicó que hay recomendaciones desde julio de 2011: Según la lámina expuesta hizo los siguientes alcances:

## Market-Timing: Estrategia de Felices y Forrados

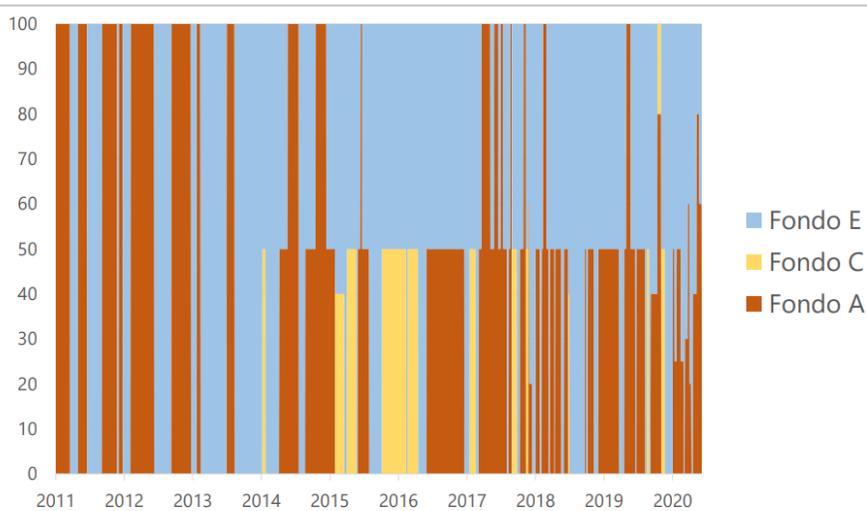
Number	Recommendation		Recommended change		Buying pressure on
	Date sent	From fund	To fund		
1	July 27, 2011	A	E		Bonds
2	October 12, 2011	E	A		Equity
3	November 22, 2011	A	E		Bonds
4	January 11, 2012	E	A		Equity
5	March 29, 2012	A	E		Bonds
6	June 19, 2012	E	A		Equity
7	June 28, 2012	A	E		Bonds
8	July 19, 2012	E	A		Equity
9	August 29, 2012	A	E		Bonds
10	January 2, 2013	E	A		Equity
11	April 2, 2013	A	E		Bonds
12	July 17, 2013	E	A		Equity
13	August 16, 2013	A	E		Bonds
14	September 6, 2013	E	A		Equity
15	January 24, 2014	A	E		Bonds
16	March 6, 2014	E	0.5C + 0.5E		Stocks
17	August 5, 2014	0.5C + 0.5E	E		Bonds
18	August 19, 2014	E	0.5A+0.5E		Stocks
19	October 30, 2014	0.5A+0.5E	A		Stocks
20	December 15, 2014	A	E		Bonds
21	February 12, 2015	E	0.5A+0.5E		Stocks
22	March 18, 2015	0.5A+0.5E	A		Stocks

Fuente: Da, Larrain, Sialm y Tessada (2017, RFS)

Explicó que ellos tratan de hacer ese *timing* del mercado y, por mucho que ellos lo presenten como que quieren reducir las pérdidas, están intentando ganarle al mercado. Añadió que podría ocurrir perfectamente que estén en el fondo A, que va cayendo, pero, una vez que está bajo, dicen: "Hay mucho riesgo en el fondo A, entonces cambiémonos al E.". Eso evita que pueda aprovechar la subida del fondo A, que viene posteriormente y que hemos visto en las grandes crisis que aparecen en el gráfico del comienzo. Después incluyen brevemente el fondo C, pero básicamente se están moviendo entre los fondos A y E.

Señaló que en la siguiente lámina se observa más o menos lo mismo, con información hasta el 2020. Se muestra el fondo A, representado en un ciento por ciento por las líneas café, y luego el fondo E, ciento por ciento representado en líneas azules. Apreció que hay estrategias mixtas que han comenzado a operar, pero lo interesante es que hay franjas más anchas, lo que significa que pasó más tiempo entre una recomendación y otra. En cambio, se ven muchas más recomendaciones en el último tiempo, o sea, más movimientos y cambios de fondos o traspasos de un fondo a otro.

## Market-Timing: Estrategia de Felices y Forrados



Fuente: elaboración propia con datos de [www.felicesyforrados.cl](http://www.felicesyforrados.cl)

Act  
Ve a

Para referirse a cómo le ha ido a Felices y Forrados mencionó que hay un reciente *paper* de Cuevas, Bernhardt y Sanclemente que documenta lo siguiente, y dicen: “quienes siguieron las siete primeras recomendaciones, que son básicamente durante 2011 y 2012...” Efectivamente, en el gráfico -la línea amarilla representa a Felices y Forrados-, con una rentabilidad sobrenormal, comparada con los otros tres fondos. De hecho, fue un período de bastante volatilidad donde, incluso, al fondo A le fue peor que al E.

En ese sentido, si se analiza detalladamente la estrategia, lograron evitar tal vez las grandes caídas que había tenido el fondo A estando justamente en ese momento en el fondo E. Eso fue bastante bueno y presentó al mercado quienes eran estos asesores previsionales.

Sin embargo, al analizar en un período mayor de tiempo la estrategia, básicamente, si se observa el rendimiento de la estrategia, o sea, cómo le fue a Felices y Forrados hasta septiembre de 2016 aquellos que siguieron la recomendación, sobre todo en los períodos entre la 7ª y la 13ª recomendaciones, tuvieron un peor rendimiento en el tamaño de sus fondos a septiembre de 2016. Se están analizando cinco años de datos, pero la estrategia no solo no funcionó, sino que tuvo un mal rendimiento, lo cual se puede cuantificar en esa diferencia. En promedio puede ser entre 0,5 y 1 por ciento al año, lo que se puede traducir en un

10 o 20 por ciento de la pensión final, si se repitiera ese resultado durante la vida del afiliado, siempre y cuando se siguieran esas recomendaciones y hubiera ese resultado adverso.

Respecto a qué tiene en mente Felices y Forrados se desprende de los datos que si las personas se hubiesen podido cambiar el mismo día en que se hizo el anuncio con los precios de cierre, que es muy poco probable, les hubiese ido mucho mejor.

También se aprecia que aquellos que podían entrar desde el primer segundo que se hacía la recomendación a la estrategia de Felices y Forrados iban a tener rendimientos similares, pero no ciertas pérdidas en los fondos. Entonces, quienes realmente lo hacían no solo al día siguiente, que es lo que ocurre en la práctica, sino que cuando los montos eran grandes -está la regulación de la Superintendencia de Pensiones, en que no se puede transar más de un 5 por ciento del fondo-, van quedando para el segundo o para el tercer día, cuando los movimientos son muy enormes, y ahí es donde vienen malos resultados para los afiliados.

Hizo presente que cuando se analiza el perfil demográfico de quiénes son estos afiliados, son básicamente hombres de 40 años y de mayores ingresos los que se cambian respecto de los que no lo hacen. En general, tienen más trabajo y menos períodos de desempleo que quienes no se cambian, con educación universitaria, con otras fuentes de ahorro y con conocimientos financieros.

Reflexionó que con lo anterior, se podría suponer que quienes están siguiendo estas estrategias es gente que no tiene idea, cuando en realidad son personas informadas que tienen la expectativa de ganarle al mercado. Añadió que esto es importante para saber a quién dirigir la educación financiera, lo que aparece mencionado también en el informe de la OCDE, en 2020, respecto de las razones de por qué esas personas pueden estar transando o mirando que los resultados tal vez no son tan positivos como esperaban. Básicamente, eso se debe al exceso de confianza. Es una sobreponderación de escenarios recientes, es decir, como viene cayendo el fondo A, me cambio, porque creo que va a seguir cayendo, cuando realmente desaproveché, quizá, una posible subida, lo que denominamos “efecto manada”. Esto puede tener que ver con los movimientos coordinados o masivos donde se observa que un grupo de personas se está moviendo.

Aclaró que aprovechar efectos de muy corto plazo, es lo que se denomina *front-running*, que es básicamente que quien tiene la información puede transar antes que los otros. Advirtió que no está discutiendo que exista *front-running* por el lado de los asesores, pero sí, las primeras personas que entran creen que pueden tener un mejor rendimiento. Afirmó que hay un beneficio de entrar antes y en ese sentido, lo denomina *front-running*, ya que podrían aprovecharse rentabilidades de muy corto plazo, pero, insistió en que es poca la gente que puede hacerlo.

Luego se refirió al *paper* de Da, Sialm y dos colegas de la Universidad Católica, señores Borja Larraín y José Tessada, publicados en una

revista académica financiera, que analizan este tema. Comentó que puede observarse en un gráfico de ellos la cantidad de afiliados que se cambian. Solo hasta 2017 y en el último período fueron, incluso, mayores los movimientos que hubo. Se advierte que hay una gran cantidad de afiliados que se cambian, pasando de 1.000 o 2.000 a alrededor de 16.000 o 18.000 afiliados que lo hicieron. Además, dado que esas personas tienen más riqueza acumulada que los que no se cambian, el efecto que se ve en los montos es incluso mayor.

En una lámina de la presentación del Banco Central de Chile se ven los montos transados por fondo en el último período y el porcentaje límite de 5 por ciento que tiene la Superintendencia de Pensiones para frenar realmente los traspasos ese día y luego seguir en el siguiente. Sin embargo, muchas veces se transa más de un 5 por ciento, lo cual tiene que ver con los anuncios, por lo que se ha llegado a transar entradas al fondo E, por ejemplo, de hasta un 35 por ciento del tamaño del fondo. Ese es un tercio del tamaño del fondo. Explicó que si el fondo tiene 30.000 millones de dólares, un tercio son 10.000 millones de dólares que van del fondo A al E. Como referencia, los fondos soberanos de Chile hasta hace unos años tenían alrededor de 25.000 millones de dólares y ahora están en un poco más de la mitad. Es como que la mitad de los fondos soberanos, de lo máximo que tuvimos, se moviera de un día para otro desde acciones extranjeras a bonos más bien nacionales.

Respecto a por qué funcionó Felices y Forrados durante una década señaló que tuvieron muchos suscriptores -80.000- en los buenos períodos iniciales. Después, cayó un poco la cantidad de suscriptores —todos estos datos son autorreportados por ellos—, y el 2020 reportaron que tenían 130.000 clientes.

Las razones de lo anterior, se debe a buenos resultados iniciales, porque los aprovecharon para hacer muy buena difusión; bajo costo de la suscripción, lo que les dio una permanente visibilidad en los medios; las personas a cargo tenían un lenguaje directo, cercano y confiable; fuertes campañas en redes sociales y en su plataforma web. Agregó que inicialmente tenían promesas de rentabilidad extraordinarias que no se cumplieron.

Por ejemplo, Gino Lorenzini, fundador de Felices y Forrados, en 2012 dijo en la cadena de televisión CNN que su rentabilidad proyectada en los años malos sería de 15 por ciento y en los años buenos de 30 por ciento. O sea, un escenario negativo para él era ganar 15 por ciento en un año, cosa que no tiene sentido mirando los datos y la evidencia empírica; sin embargo, tampoco lo lograron y estuvieron bastante lejos de eso.

Rafael Garay, quien fue director de Estudios de Felices y Forrados, señaló: “Hemos demostrado que la máxima posibilidad que pérdidas con Felices y Forrados, que existe, en eventos catastróficos, es de 0,25% del fondo”. También es un monto mínimo, para un evento catastrófico, que se pierda menos de un 1 por ciento del fondo, lo que tampoco se condice con la realidad ni con lo ocurrido.

El número de suscriptores tiene mucho que ver con las búsquedas de Felices y Forrados en Google, donde inicialmente hay muchas y después bajan un poco. Obviamente, en el último período llega a ser más preocupante, los cambios son más frecuentes, lo que tiene un efecto mayor en los pensionados. Anunció que explicará que también tiene un efecto en el mercado y en los fondos de pensiones de las personas que no se cambian.

Analizó qué ocurre en teoría cuando uno se mueve del fondo A al E. Como el fondo A tiene acciones locales, se salen a vender masivamente, y eso debiera tener un efecto negativo en los precios de las acciones.

Como también hay principalmente acciones extranjeras, se sale a vender esas acciones. Al ser “pequeño” para poder afectar los mercados globales, pero sí se atrae dólares a la economía, porque se a salir a vender dólares, para comprar básicamente activos del fondo E, que están principalmente en moneda nacional, por lo tanto también se genera un efecto negativo en el precio del dólar. Entonces, al salir a comprar bonos, el precio debiera subir o, visto en tasas de interés, estas debieran caer.

Se preguntó qué pasa cuando me cambio del fondo E al A. Explicó que en verdad, se reversa todo, porque ahora, en vez de vender acciones, las estoy comprando; en vez de comprar bonos, estoy vendiendo, y básicamente, en vez de vender dólares, los compro. Entonces, uno podría pensar que es bueno que se haya revertido todo, pero resulta que se incluyó una cantidad no menor de incertidumbre y de variabilidad en esas variables.

Por lo tanto, esto genera volatilidad en exceso en los mercados donde están invertidos esos fondos, lo cual termina afectando no solo a quienes se están cambiando, sino también a todos aquellos que están en los fondos A y E y también, en cierta medida, en combinación de ellos, a través del efecto en los precios de mercado.

Un efecto tal vez más indirecto, pero igual de importante es que con esta nueva cultura de tener traspasos de fondos cada vez más frecuentes, las carteras de las AFP tendieron a cambiar. Ya no podían invertir en activos muy ilíquidos, que son baratos de comprar y dan buenas rentabilidades, porque muchos se terminaron traspasando, en parte, a activos más bien líquidos, que se pueden salir a vender al día siguiente sin tener un costo mayor.

En cuanto al efecto en el mercado, el *paper* de Da y otros coautores, muestra algún efecto en el mercado accionario chileno, en el cual hay aumentos en el corto plazo cuando están comprando. Cuando uno se va al fondo A, aumenta en 1 por ciento, en promedio, con los anuncios en las acciones, y viceversa, cuando se sale a vender, eso genera volatilidad.

Lo que ha resultado últimamente y, además, está documentado en otro *paper* de Cuevas y Bernhardt es que básicamente, debido a los anuncios, los mercados financieros se anticipan; tienen la gracia de que, con la nueva información, los precios anticipan eventos que van a ocurrir. Un traspaso puede tomar dos o tres días con la sola recomendación. Cuando el mercado creía

y sabía que estas cosas estaban pasando, por los volúmenes que movía Felices y Forrados, los anuncios por sí solos movían los precios y no necesariamente los traspasos que venían parcelados en los días siguientes.

Algo similar sucede con los bonos, pero lo interesante es que el *paper* de Ceballos y Romero cuantifica el efecto en los créditos hipotecarios, es decir, al mover las tasas de interés nominales y reales se afectan las tasas de interés. Además, hay un costo en los *spreads* de los créditos hipotecarios de hasta 17 puntos base hasta seis semanas después de los cambios de fondo. O sea, las personas que salieron a endeudarse, a hipotecar su inmueble para comprar un departamento, un bien inmobiliario, terminaron endeudándose a tasas mayores en ese período posterior a los anuncios.

Respecto de los traspasos de liquidez, indicó que hay evidencia de que el fondo A ha ido disminuyendo su fracción de activos en el mercado nacional versus invertir afuera. Eso puede ser visto realmente como una buena diversificación, a menos que estés obligado a hacerlo por razones ya mencionada. Tal vez, están teniendo instrumentos más de corto plazo, en vez de instrumentos de largo plazo. Eso se ve principalmente en los fondos A y E, como las AFP han ido ajustando sus carteras, de manera de reaccionar rápido a los anuncios y a los cambios más masivos. En los fondos B, C y D se observa en menor medida, así que hay una comparación interesante que hacer.

Por último, los multifondos no fueron creados para buscar rentabilidades de corto plazo. Advirtió no tener evidencia de *market timing* ni tampoco para los cambios en el sistema de pensiones, por lo tanto no se ofrecen mejores pensiones a quienes siguen esa estrategia activa de estar moviéndose de un fondo a otro, pero sí hay externalidades negativas. Primero, se afecta indirectamente a todos los afiliados, porque las carteras ahora deben ser más líquidas y no se puede aprovechar esos beneficios que da la iliquidez. También hay otras externalidades, como excesos de volatilidad y, por supuesto, efectos en los mercados de acciones, bonos y tipo de cambio.

En consecuencia, era muy necesario tener la Ley N° 21.314, sobre agentes de mercado, que crea la figura de asesores financieros previsionales para que ellos se registren y empiecen a estar regulados, cosa que no ocurría anteriormente. Dicha ley también empodera a la Superintendencia de Pensiones y a la Comisión para el Mercado Financiero para supervisar a esos asesores.

A continuación, **el diputado señor Mellado**, respecto de Felices y Forrados, consultó qué pudo haber producido el cierre de un negocio que era tan lucrativo

**El señor Casassus** respondió que es muy difícil saber si ellos estaban aprovechando estos movimientos. No es obvia la información, ya que no está disponible la información que le gustaría tener. Sin embargo, planteó que su hipótesis al respecto es que básicamente antes no estaban debidamente regulados. Ahora, con esta regulación, probablemente va a empezar a haber garantías. Recordó que hubo un proyecto de ley de cambio de fondos, que fue

rechazado, pero es probable que algo de eso haya. En el fondo, es de toda lógica que si se quiere invertir en el largo plazo, se debe evitar estos movimientos de fondos. En ese sentido, el negocio dejaba de ser atractivo.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, expresó que Felices y Forrados y otros con menos clientes no solo generaban utilidades por cobrar hasta a 130 mil suscriptores -según declaraciones de Felices y Forrados-, sino también por utilizar *front running*, ya que anticipaban la corrida de fondos, lo que, obviamente, afectaba el mercado accionario, donde ellos también actuaban como inversionistas. Al respecto consultó si podrían haber obtenido utilidades -o “la pasada”, como se dice comúnmente- producto de esa información.

**El señor Casassus** afirmó que sin duda que lo pueden haber hecho; pero no tiene ni hay evidencia de que eso sí ocurrió; es muy difícil probar esto, a menos que se tenga los portafolios donde ellos invertían, o sus conocidos. Con eso basta para que exista una regulación.

#### 11.- El Presidente del Consejo Técnico de Pensiones, señor Joaquín Echeñique Rivera.

Señaló que basaría que basará su exposición en la siguiente presentación<sup>14</sup> mediante la cual explicará qué es el Consejo, qué hace, qué no hace, y en qué han estado involucrados o preocupados respecto del tema de los asesores previsionales.

El Consejo Técnico de Inversiones se origina a partir de la ley N° 20.255, de 2008, durante el primer gobierno de la Presidenta Bachelet. En ese minuto, la superintendente de Pensiones era la señora Solange Berstein.

Dicho cuerpo normativo retiró del decreto ley N° 3.500 varios elementos que quedarían delegados a un Reglamento de Inversión para Fondos de Pensiones por ser emitidos, con el objeto de dar más flexibilidad antes los cambios del régimen de pensiones, porque antes todo estaba escrito en la ley, entonces cualquier cambio que se quisiera hacer, por menor que fuera, debía pasar por todo el trámite legislativo, que suele ser largo y complicado. De modo que algunas cosas se retiraron del decreto ley N° 3.500 para quedar en este Reglamento de Inversión.

Pero quedaron todavía muchas normas en el DL 3.500, rango de Ley, en particular se mantuvieron las funciones de la Comisión Clasificadora de Riesgos y las funciones del Banco Central, el cual estipula algunos límites.

Asimismo, el decreto ley N° 3.500 estableció qué cosas contendría el Reglamento de Inversión, algunas en forma obligatoria -el reglamento deberá aceptar cosas-, otras facultativas -el reglamento podrá hacer algunas cosas- y algunas prohibiciones -el reglamento no podrá establecer tales cosas-. Ese es el reglamento de inversión para los fondos de pensiones.

<sup>14</sup> [https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmlID=232667&prmTipo=DOCUMENTO\\_COMISION](https://www.camara.cl/verDoc.aspx?prmlID=232667&prmTipo=DOCUMENTO_COMISION)

Del mismo modo, hay un símil en cuanto a un Régimen de Inversión para los Fondos de Cesantía que, en cierta medida, queda bajo la tutela de consejo -voy a explicar cuál es el rol que tenemos a ese respecto-. De manera que esta ley creó el Consejo Técnico de Inversiones. Es decir, la ley N° 20.255 cambió el decreto ley N° 3.500 y, por ende, quedó establecido en el mismo decreto.

Respecto del rol cumple el Consejo Técnico de Inversiones, indicó que se relaciona, justamente, con el Reglamento de Inversión, porque la entidad que tiene a cargo el reglamento de inversión es, en estricto rigor, la Superintendencia de Pensiones, la que puede hacer cambios mediante sus resoluciones, pero no puede hacer cambios que sean rechazados por el Consejo Técnico de Inversiones. Para eso, la Superintendencia de Pensiones primero debe proponerlo al Consejo Técnico de Inversiones para la aprobación por este, en base a consideraciones técnicas en cuanto a riesgo y retorno de los portafolios. Añadió que están relativamente restringidos respecto de qué les permite no aprobar una cosa propuesta por la Superintendencia de Pensiones.

A su vez, el Consejo Técnico de Inversiones puede hacer propuestas para consideración de la Superintendencia de Pensiones, las cuales, en caso de no ser consideradas por esta, deben ser debidamente fundamentadas. Esto es, pueden proponer, pero, al final, la Superintendencia de Pensiones tiene más autoridad que el Consejo, teniendo este último tenemos casi un derecho a veto en algunas cosas. Entonces, una vez que una cosa fue aceptada por el Consejo, aprobada por la Superintendencia de Pensiones, debe pasar al Ministerio de Hacienda, porque la resolución de la Superintendencia de Pensiones que modifica el Reglamento de Inversión debe ser visada por la Subsecretaría de Hacienda.

El Consejo Técnico de Inversiones es, en la práctica, un contrapeso técnico a la Superintendencia de Pensiones en todo lo referido a materias del Reglamento de Inversión.

En relación a cuáles son las funciones del Consejo Técnico de Inversiones mencionó que aquellas se encuentran establecidas en el decreto ley N° 3.500 y, principalmente, son las siguientes: pronunciarse sobre el contenido del régimen de inversión; emitir opinión técnica en todas las materias relativas a las inversiones de los fondos de pensiones; efectuar propuestas y emitir informes en materias de perfeccionamiento de este régimen de inversión, y pronunciarse sobre las materias relacionadas con las inversiones de los fondos de pensiones que les sean consultadas por los ministerios de Hacienda y del Trabajo y Previsión Social, con el objeto de procurar el logro de una adecuada rentabilidad y seguridad para los fondos; es decir, teniendo siempre en mente a los afiliados y sus ahorros.

Aclaró que no tienen un mandato específico relacionado con los mercados financieros ni su estabilidad, salvo en lo que puedan comprometer los objetivos anteriores. En ese caso, pueden emitir opiniones y, eventualmente, proponer cambios.

En cuanto a su composición el Consejo se compone de cinco miembros titulares y cinco suplentes, con una duración de cuatro años en el cargo, a saber: un miembro que actúa como presidente del Consejo, que es

designado por el Presidente de la República, más un suplente; un miembro designado por el Consejo del Banco Central, más su suplente; un miembro designado por las AFP en su conjunto, más un suplente, y hay dos miembros designados por los decanos de las universidades, más sus dos suplentes. En total, son cinco miembros titulares y cinco miembros suplentes.

Hay inhabilidades para ejercer y causales para cesación. Hay deber de inhabilitarse cuando se traten asuntos en los que el miembro tenga interés; quedan sin derecho a voz ni voto, pero se les puede pedir la opinión. No tienen que salir de la sala y les podemos pedir la opinión, pero no tienen derecho a hablar por sí solos.

Respecto a qué hace y qué no hace el Consejo Técnico de Inversiones reiteró que tienen un rol normativo. No toma decisiones de inversión; no aprueba instrumentos de inversión específicos, ni intermediarios ni mercados formales. Tampoco revisa ni supervisa las políticas formales de inversión de los fondos de pensiones, pues ese es un rol de la Superintendencia de Pensiones y no del Consejo, aunque la Superintendencia de Pensiones les informa continuamente acerca de las inversiones de los fondos -de lo que efectivamente ha invertido- y de cualquier hecho que considere que el Consejo debe conocer y de los temas que solicita que se les informe o mantenga informados.

Entonces, de acuerdo con la ley, el rol se limita a participar en el proceso de elaboración y revisión técnica de cualquier cambio al régimen de inversiones, es decir, en qué clase de activos se puede invertir, con qué límites y qué condiciones deben cumplir estas inversiones. Destacó que lo que les afecta respecto del tema de los asesores es la facultad de emitir opiniones, propuestas, informes y contestar preguntas que se les hagan.

Insistió en que no supervisan los fondos de pensiones ni a sus administradoras, pues esa es una labor de la Superintendencia de Pensiones en la cual no tienen injerencia. Tampoco supervisan mercados de valores ni intermediarios o asesores de inversión y, por cierto, ninguna superintendencia.

En relación a cómo está organizado el Consejo Técnico de Inversiones, explicó que ocurre una cosa muy sui géneris, por cuanto están creados por ley, pero no tienen oficinas ni presupuesto ni personal propio, no tienen RUT ni papelería con logo del Consejo Técnico de Inversiones, no tienen sitio web ni dirección institucional con *e-mail* propio.

El apoyo administrativo, de acuerdo con la ley, tiene que ser proporcionado por el personal de la Superintendencia de Pensiones. Afirmó que no son funcionarios. Explicó que hay un secretario técnico -que es funcionario de la Superintendencia de Pensiones- y hay personal de la Superintendencia de Pensiones para asegurar un adecuado funcionamiento del Consejo Técnico de Inversiones, pero la gente de la Superintendencia de Pensiones que trabaja para nosotros, lo hace *part-time*. Son funcionarios de la Superintendencia de Pensiones que cumplen labores, dictadas por el jefe de servicio y también, dentro de sus tareas, deben proporcionarnos los servicios que necesitamos.

Adicionalmente, comentó que si quieren hacer un estudio, deben pedirle a la Superintendencia de Pensiones que lo lleve a cabo, con el presupuesto de la Superintendencia de Pensiones, dado que no cuentan con un presupuesto propio. Asimismo, si alguien quiere someter algún tema a consideración del Consejo Técnico de Inversiones, tiene, en la práctica, que hacerlo vía Superintendencia de Pensiones.

Los acuerdos del Consejo Técnico de Inversiones constan en actas formales. Después de cada reunión se elabora una minuta que resume el trabajo de cada una de estas, la cual se debe hacer pública a los pocos días, más un acta detallada de las actuaciones, que también se pueden pedir vía Ley de Transparencia. El contenido de la minuta mencionada es el marco dentro del cual podemos referirnos públicamente a lo que hacemos como consejo.

En cuanto lo que está pasando con el tema de los asesores previsionales, hizo presente que como consejo, este el tema les ha inquietado, en la medida de que el volumen de traspaso de afiliados entre fondos ha ido creciendo. Comentó que, desde hace tiempo han estado pidiendo a la Superintendencia de Pensiones que les informe en cada reunión el volumen de los recursos traspasados entre los fondos, y lo ha estado haciendo desde que se lo pidieron, porque los fondos de pensiones son inversionistas naturales de largo plazo, ya que son ahorros para la vejez, con plazos de inversión predecibles. Hay una edad normal de jubilación en la que la mayoría de la gente se pensiona y también hay personas que se pensionan anticipadamente, para lo cual se deben cumplir ciertos requisitos, pero en esos plazos es relativamente predecible la cantidad de pensiones que habrá que ir pagando a futuro, lo que permite invertir en el largo plazo.

Por eso, se espera que una parte importante de las inversiones de los fondos de pensiones sea en instrumentos con un horizonte de largo plazo, porque ese mayor horizonte de plazo trae consigo, en general, una mayor rentabilidad para las inversiones, y hay otro elemento que también trae más rentabilidad, que son las inversiones menos líquidas.

A ese respecto, aclaró que cuando habla de inversiones líquidas se refiere a inversiones que se pueden vender rápido, sin deterioro en el precio. Explicó que si quiere vender rápidamente una inversión, y tiene que castigar el precio para venderla, no es una inversión líquida. Sería un ejemplo de bienes raíces y los fondos de pensiones no pueden invertir en bienes raíces.

Las inversiones más líquidas son los instrumentos, en general, de corto plazo, bancarios, Banco Central. Mientras más largo el plazo es menos líquido el documento, porque si uno tiene que venderlo apurado, va a tener que esperar algún deterioro en el precio.

Entonces, estas inversiones de horizonte mayor en cuanto a plazo, y menos líquidas, son más difíciles de vender y de recomprar; si uno las vende y después las quiere recomprar, hay que ver quién las compró, pero no suelen estar fácilmente disponibles.

Así las cosas, esas inversiones de largo plazo y menos líquidas no conversan bien con una eventual necesidad de venderlas con poco aviso previo, y se da el caso de que en Chile, respecto de los fondos de pensiones, existe la posibilidad de cambiarse de AFP, y, sobre todo, de cambiarse entre fondos, lo cual no es habitual en fondos de pensiones de otras partes del mundo. Lo anterior, es algo muy propio de Chile y del régimen de los multifondos.

Cuando hay movimientos normales en volumen, entre fondos y AFP, no es un problema significativo porque se compensan unos con otros, pasan del fondo A al B y otros del E al A, y es una cosa que los administradores pueden manejar sin mucho problema, con algo de liquidez y, además, en el caso de los fondos de pensiones, una vez al mes reciben los aportes de los empleadores, que llegan muy líquidos. Entonces, tener un poco de liquidez no cuesta nada para los fondos de pensiones. Por lo tanto, manejar movimientos normales entre fondos o entre AFP, es algo que se puede manejar sin grandes problemas ni deterioro al valor de la cuota, de los fondos administrados.

Sin embargo, si los movimientos entre fondos son importantes en cantidad, la única manera en que el administrador puede gestionar el portafolio de inversiones es incrementando las inversiones más líquidas, obviamente, porque son las que se pueden vender fácil. Solo así el administrador puede estar preparado ante un cúmulo de afiliados que se quieran salir de un fondo, todos en un mismo momento. Si no lo hiciera así -buscar más liquidez-, el valor de la cuota puede sufrir al tener que liquidar inversiones poco líquidas y el administrador, entonces, no cumple bien con su mandato. Subrayó que aquí está el primer problema, porque cuando el administrador debe tener mucha liquidez para manejar cambios grandes de afiliados entre un fondo y otro, y debe tener inversiones líquidas, esas inversiones son de todo el fondo. Entonces, el valor de la cuota sufre porque las inversiones menos líquidas ganan menos rentabilidad, para todos los afiliados, se cambien o no.

Declaró que en el último par de años han visto recomendaciones supermasivas que, en un solo mes, hacen salir de un fondo quizás el 35 por ciento total del fondo, lo que es gigantesco en términos de dinero y a veces, en menos de un mes, vuelven a ese mismo fondo del que partieron.

Entonces, para poder acomodar estos movimientos los administradores de fondos de pensiones han tenido que adaptar su estrategia de inversiones en la forma antes indicada, y eso termina con un portafolio subóptimo debido al exceso de liquidez. Explicó que lo malo del exceso de liquidez es que tiene menos rentabilidad asociada.

La literatura es superabundante en cuanto a que cambiarse todo el tiempo de un fondo a otro -cambiar las inversiones para tratar de ganarle al mercado, que en inglés se le llama *market timing*-, en general, no arroja buenos resultados en el largo plazo: a veces se gana, a veces se pierde, pero en el largo plazo no trae beneficios, no trae rédito, y ciertamente genera costos, los que alguien tiene que pagar.

Coincidentemente con lo anterior, la Superintendencia de Pensiones ha efectuado mediciones de la rentabilidad de los que se cambiaron, siguiendo recomendaciones masivas, versus los que no se cambiaron, y ha encontrado que para la mayoría no ha sido exitoso y han sufrido algún deterioro -no insignificante, no gigantesco, pero no insignificante- por estar cambiándose permanentemente. Respecto de eso, un punto de rentabilidad puede significar fácilmente 10 o más puntos en las pensiones.

Entonces, hay que preocuparse si los fondos están demasiado líquidos, para poder manejar esos cambios superermasivos de afiliados que han pasado de un fondo a otro.

Declaró que el problema como Consejo Técnico de Inversiones es que los movimientos están siendo tan masivos en el último par de años, que la respuesta de los administradores, que es incrementar la liquidez de todos los fondos, afecta negativamente la rentabilidad, porque las inversiones más líquidas rentan menos, y no solo de los que deciden cambiarse porque se podría decir que esa persona está ejerciendo su libertad de cambiarse y ella tendrá que sufrir las consecuencias, para lo cual hay que preocuparse de que haya una buena educación financiera de la gente que se cambia. Enfatizó que el problema es que esta menor rentabilidad también afecta a los que no han decidido cambiarse, y eso toca el centro de la misión del consejo, que es la rentabilidad de los fondos.

En junio del 2020 -hace poco más de año-, cuando el tema de estos asesores estaba en plena discusión, como Consejo Técnico de Inversiones, emitieron un comunicado en el que expresábamos nuestra inquietud por el volumen de los traspasos que se estaban dando y por los efectos, por la necesidad de tener más liquidez que la necesaria y, por lo tanto, los efectos adversos de estos excesos de liquidez para todos los afiliados, y no solo para los que toman la decisión de cambiarse entre fondos.

También hay otras externalidades. Hay costos de los que hay que preocuparse y también peligros como el *front running*, que es cuando alguien tiene el dato antes que los demás y aprovecha un cambio de inversiones antes que el resto, y también está el peligro latente de uso de información privilegiada. Todas estas cosas pueden darse.

Por lo tanto, todo ese tema está muy dentro del marco misional que tienen, es decir, emitir opiniones respecto de las inversiones de los fondos de pensiones.

Explicó que la idea de ese comunicado de junio de 2020 fue intentar ayudar a los que toman decisiones para que puedan hacerlo con la mejor información posible. Por lo tanto, expresaron la opinión acerca de la necesidad de ir regulando estos traspasos, sin que esté en sus manos hacerlo, porque excede sus facultades, pero hay otras entidades que sí pueden regularlos, habiendo marcos regulatorios en la legislación comparada respecto de cómo se debe regular a este tipo de intermediarios. Aseguró que eso es lo que se han limitado a hacer.

Adicionó que viendo el volumen de traspasos que ha habido mes a mes, estamos inquietos por el exceso de liquidez que está obligado a tener el administrador de las inversiones para poder manejar estos traspasos masivos, y la única forma de manejarlos es tener excesos de liquidez, lo que redundaría en un portafolio subóptimo y, al final, en menores pensiones no solo para quienes se están cambiando, sino también para quienes se quedan en su fondo.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, preguntó al expositor si hubo irresponsabilidad por parte de estos asesores al no haber efectuado una recomendación equilibrada respecto de los cambios de fondos tan masivos y tan rápidos, sin darles tiempo para que maduraran dichos fondos en el tiempo. Preciso que la consulta surge dada la connotación que tienen los fondos de pensión ya que son pensados para personas que van a pensionarse en 20, 30 o equis años y, por lo tanto, la idea de un punto que se pierde muchas veces equivale a 9 o 10 puntos en la pensión mensual de una persona.

**El señor Echenique** (Presidente del Consejo Técnico de Inversiones) respondió que no se atrevería a decir que han sido irresponsables, pero lo que puede ver, a pesar de que puede no ser evidente a primera vista, es que la variabilidad de resultados entre los fondos A, B, C, D y E, el cambio de valor de la cuota –que se suele llamar el riesgo–, en general ha sido más alto en el Fondo A, el más riesgoso, que en el Fondo E, el menos riesgoso.

Ahora se dio una circunstancia muy desafortunada de una subida de tasas importante, por varias razones. Ese es un punto.

Históricamente el Fondo A ha sido más riesgoso que el Fondo E.

La otra cosa que considera importante es que no hay que fijarse en el valor de la cuota de hoy, porque se está buscando rentabilidad en el largo plazo. Explicó que uno va a estar mejor con inversiones de largo plazo y de más rentabilidad que con inversiones de corto plazo y de baja rentabilidad, porque en el extremo, si uno se pusiera a invertir solo en depósitos bancarios de corto plazo, uno tendría una muy alta seguridad de tener una pensión mala.

Entonces, reiteró, que se atrevería a decir que ha habido irresponsabilidad, pero sí que el momento de medición ahora ha sido desafortunado.

**El diputado señor Saavedra** (Presidente), recordó que según la exposición los propósitos del consejo eran dos: lograr una adecuada rentabilidad de los fondos y la seguridad de los mismos. Al respecto, consultó al señor Echenique, cómo percibe los consejos de los asesores de hacer estos movimientos respecto de la globalidad, cuando en particular puede que alguien obtenga ganancias transitorias, produciendo desequilibrios tales que afecten al colectivo. Aclaró que le interesa su percepción respecto de los efectos que los consejos provocaron en el sistema.

**El señor Echenique** (presidente del Consejo Técnico de Inversiones) recordó que no tienen mandato respecto de la estabilidad del sistema

financiero, pues excede el ámbito de acción del Consejo, pero afirmó que es inquietante que de repente estos movimientos, al significar que los fondos de pensiones tienen que vender inversiones que tenían afuera y después volver a comprarlos, implica un fuerte movimiento de dólares.

**El diputado señor Saavedra** (Presidente) precisó que hizo la pregunta, entendiendo el rol y las facultades que tiene el Consejo, es decir, a partir de la experiencia que tienen.

**El señor Echenique** (presidente del Consejo Técnico de Inversiones) declaró entender bien la pregunta y reiteró que la literatura señala que al estar cambiándose a cada rato entre el Fondo A y el Fondo E, o los que sean, no se le puede ganar al mercado consistentemente; es decir, algunas veces le va achuntar y va a ganar, y otras veces no le va a achuntar y va a perder. Sin embargo, hizo hincapié que eso está dentro de la libertad individual de la gente que quiera cambiarse.

Precisó que el centro de la inquietud que tienen es que los volúmenes de los cambios son tan grandes que también están afectando al resto de los afiliados que no quiere cambiarse. Añadió que si los montos de los cambios no fueran grandes, no habría gran drama y las Administradoras de Fondos de Pensiones, con la plata fresca que reciben mensualmente de los aportes, serían capaces de manejar esos cambios sin mayor problema. Afirmó que los volúmenes han sido tan grandes que en algunos casos por lo que les informó la Superintendencia de Pensiones, en algún minuto el Fondo E tuvo que vender el 35 por ciento del total de su cartera en algunos días, para pasarle ese dinero, por ejemplo, al Fondo A que, a su vez, tuvo que salir a comprar inversiones, y quizás un mes después hubo que hacer el mismo camino de vuelta, lo que no tiene sentido.

Insistió en que la literatura dice que no tiene sentido, y que la medición que hizo la Superintendencia de Pensiones reveló que, en general, la mayoría de los que han tomado esas decisiones no ha ganado, sino que, más bien, ha perdido algo.

Además de eso, agregó que hay problemas con el dólar, puede haber dificultades con otro mercado financiero y existe el peligro potencial de esos *front running* y del uso de inversión privilegiada. Añadió que si bien no se sabe si los hay o no, existe el riesgo.

Señaló que por las inquietudes que tienen emitieron ese comunicado.

**El diputado señor Saavedra** (Presidente) expresó que se podría concluir que, a partir de la venta del 35 por ciento, los fondos más conservadores, los de menor riesgo, tuvieron que salir a cubrir aquellos déficit que se produjeron, producto de los grandes traspasos de los fondos de mayor riesgo. Es decir, los más conservadores tuvieron que pagar a aquellos que asumían el riesgo, no importando los efectos que provocaran en el conjunto del sistema.

**El señor Echenique** (presidente del Consejo Técnico de Pensiones) aclaró que prefiere no usar la palabra déficit, porque no lo hubo; sin embargo, explicó que un administrador de fondos que tenía muchas centenas de millones de dólares, se vio obligado a vender una parte importante de eso en pocos días, porque los plazos para que ellos ejecuten estos cambios son bastante restringidos. Es cierto que si es más del 5 por ciento, el plazo se alarga en unos días más, pero, de todos modos, la cantidad de ventas que hay que hacer es muy grande. Adicionalmente, comentó que lo más triste es que hay mucha gente fuera del mercado de pensiones que ve venir esto, que se da cuenta de que todos los fondos van a tener que depender del fondo E tanto, y van a llegar a comprar al A, entonces, toman palco, sabiendo que las AFP van a tener que vender, porque están obligadas a vender y, después, van a estar obligadas a comprar, lo cual –aseveró– que no es bueno para los afiliados.

**El diputado señor Saavedra** reflexionó que todas las intervenciones se han centrado en los desajustes que se producen en estos consejos de movimientos masivos de fondos y los efectos que estos tienen después en el sistema.

Cuando se habla del sistema, se incorpora una visión global e integral de quienes lo componen, que son todos los ahorrantes, y también los efectos en la disminución de las utilidades de los fondos, porque no disminuye lo que uno pone, pero se licúan o se pierden las posibilidades de obtener mayores ganancias. Concluyó que fue asertivo que se regularan las asesorías previsionales.

**El diputado señor Pardo** consultó qué impacto tiene la masividad en el traspaso y cómo un administrador puede determinar qué grado de efecto le atribuye a cada afiliado. Imagina que dependiendo del lapso que demoran en liquidar y recomprar, se producen distintos impactos, por lo que su interrogante es cómo gestiona eso el administrador. Añadió que le parece interesante conocer ese dato.

**El señor Echenique** (presidente del Consejo Técnico de Pensiones) respondió que es poco lo que puedo decir al respecto. Estimó que habría que hablar con la gente de la Superintendencia de Pensiones o invitar a alguien de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones, porque cuando hay montos tan grandes es una complicación. No es algo menor. Puntualizó que mientras más líquido es el activo es más fácil venderlo, pero mientras más líquido es el activo, renta menos.

Entonces, el administrador debe tener un balance entre tener liquidez suficiente para poder manejar estos movimientos, pero todavía tener rentabilidad suficiente en el portafolio para los afiliados. Aseguró que no es fácil.

**El diputado Mellado, don Miguel**, comentó que hace poco el Servicio Nacional del Consumidor interpuso una denuncia en contra de Felices y Forrados, por el tema del engaño a los afiliados. Sobre el punto, consultó qué opinión le merece esa denuncia y si está de acuerdo con ella.

**El señor Echenique** declaró que prefiere no meterse en ese problema. Instó a dejar que las instituciones funcionen y, si es cierto o no, que lo defina quién tenga que definirlo.

12.- El Director Ejecutivo de Felices y Forrados señor Gino Lorenzini Barrios.

En primer término, hizo presente que la comisión que se aprobó en la Sala de la Corporación, el 15 de diciembre, tenía por finalidad investigar dos objetos iniciales: si existió negligencia u omisión en el ejercicio de las atribuciones que la ley les otorga a estas instituciones para normar y fiscalizar la prestación de dichos servicios; y segundo, determinar eventuales negligencias u omisiones que guardan relación con las vinculaciones políticas que existían entre los profesionales que brindan estas asesorías y altos funcionarios de gobierno, entre el período 2014-2018.

Al respecto, consultó a la presidencia de la Comisión si, en virtud del artículo 53 de la ley Orgánica Constitucional del Congreso Nacional que establece que estas comisiones no pueden modificar ni extender su cometido ni aun por unanimidad de sus integrantes, si el objetivo de la Comisión se puede ampliar más allá del 2014 y 2018. Añadió que en atención a lo anterior no se estaría respetando la norma en cuestión.

**El diputado señor Saavedra** (Presidente) explicó que la Comisión tiene un propósito que está establecido como marco referencial en la ley orgánica y en el Reglamento de la Corporación, que establece el proceder de las comisiones. Por lo tanto, así se estableció; además, esta comisión fue solicitada por distintos parlamentarios y aprobada por el pleno de la Sala. Después se ejecuta en función de esos objetivos que con antelación estaban propuestos.

Entrando en materia, **el señor Lorenzini**, se refirió a los dos objetivos principales: Primero, actos de gobierno. Al respecto, mencionó el oficio N° 4802, con el cual se hizo un intento de cierre, en marzo de 2012, a Felices y Forrados por parte de Alejandro Charme.

Con el objeto de contextualizar, señaló que en febrero de 2012, un director, afiliado de Felices y Forrados, del Banco Scotiabank le advierte que un directorio de dicha institución analizó durante 15 minutos a Felices y Forrados como la gran amenaza que podía tener la industria, la banca, al ofrecer mejores rentabilidades. Le avisó que estaba preparado un ataque, a través de la Superintendencia de Pensiones, tema que fue conversado en 15 minutos por el directorio del Banco Scotiabank.

Gracias a esa información, vendió el único departamento que tenía en Manuel Montt N° 275 para tener capital y enfrentar este potencial ataque.

El 1 de marzo, Alejandro Charme, como superintendente subrogante de Pensiones, le remitió el oficio N° 4802, en el que exige en forma ilegal el cierre de Felices y Forrados en un plazo de tres días. Comentó tener el extracto de la parte final -el cual envió a la Secretaría- donde destacó en color amarillo:

“razón por la cual se le solicita suspender sus actividades de asesoría previsional dentro del plazo de tres días.”.

A modo de antecedente, hizo presente que resulta bastante llamativo que después de varios años el señor Alejandro Charme sea hoy el abogado asesor de la Asociación de AFP.

Un segundo aspecto es el oficio N° 9528, 24 de abril de 2012, donde la Superintendencia reconoce que Felices y Forrados es un servicio de asesoría financiera no fiscalizable por la Superintendencia de Pensiones. Añadió que un detalle importante es que de forma ilegal, nuevamente, el señor Alejandro Charme bloquea el servicio porque solicita que cualquier otra información adicional que ofrezca o entregue a sus suscriptores hará incurrir en que debería estar monitoreado como asesor previsional, lo cual no eran; éramos asesores financieros.

Relevó que cuando se le ataca y se le dice: “usted daba sugerencias masivas.” Este es el motivo: por una restricción ilegal de la Superintendencia nunca pude pedir más datos para armar, por ejemplo, grupos por AFP, grupos por edad, grupos por perfil de riesgo, etcétera. Aseveró haber tenido desarrolladas todas las fórmulas para hacer incluso 100 grupos distintos y, de esa forma, no tener cambios masivos para no afectar al mercado financiero.

A continuación procedió a exhibir la documentación que demuestra que fue una restricción ilegal de parte de la Superintendencia de Pensiones hacia su compañía y no al revés, nuevamente, con el señor Alejandro Charme.

El tercer acto del Estado se refiere a notas técnicas. Todas las notas técnicas de la Superintendencia de Pensiones que están publicadas tienen autor; la nota técnica N° 1, fue de Francisco Pino; la nota técnica N° 2, de Roberto Bravo y Rubén Castro; la nota técnica N° 3, de Ximena Quintanilla; la nota técnica N° 5, de George Vega. Pero, justamente, las tres notas técnicas que atacaron haciendo fuertes sesgos en contra de su compañía fueron sin autor. Mencionó que se refiere a las notas N°s 3, 6 y 7. Subrayó que esto es de suma gravedad porque no se están respetando los principios básicos del derecho como es hacer los procedimientos con igualdad para todos. Es decir, si hay una superintendencia debería tener un autor y por tanto la pregunta que cabe hacerse es: ¿por qué no tenían autor? ¿Por qué estos documentos, estas notas, estaban sin autor? Al respecto, sostuvo que la razón es que eran sesgadas.

Luego, mostró el extracto de la nota técnica N°6, donde dice: “la mediana de los traspasos.” Agregó que para alguien que sabe un poquito de estadísticas, en un año promedio Felices y Forrados daba 20 sugerencias, pero acá en la mediana tenía una. Entonces ¿cómo, si hago un estudio de cambios de fondos, la gente se cambia solo una vez y meto a todos en el mismo saco? Es extraño.

¿Dónde está el detalle? Si se lee más abajo, encontrará que de un total de 1.200.000 cambios de fondos en la historia, en todos estos años, se observa -y lo dice el mismo informe de la Superintendencia, ahí está el sesgo-

495.000 afiliados, es decir un 41 por ciento del total se ha traspasado solo una vez en ese período.

Con ello, quiere explicar en forma muy sencilla lo siguiente: La ley obliga a las personas a cambiarse, a las mujeres cuando cumplen 50 años y a los hombres cuando cumplen 55 años; sin embargo, incluyeron en el estudio a 500.000 personas que no se cambiaron por la información de alguna empresa, por libre voluntad, pero al mezclar esta información se sesga todo el estudio al punto de que si uno segmenta a los que se cambiaron menos de 3 veces, los que le ganaron a la estrategia fue un 23 por ciento. Pero llama la atención que los que se cambiaron 10 veces aumenta la probabilidad de ganarle a un 37 por ciento. También llama la atención por qué no incluyeron a los que se cambiaron más de 20 veces.

Obviamente, este es un problema de sesgo estadístico, donde la superintendencia al incluir personas que se cambian por una vez ensucia los datos, y en vez de decir que los ganadores de la estrategia fue el 46 por ciento, afirman que solo fue el 23 por ciento. De esta forma genera una información sesgada, que puede hacer tomar una decisión equivocada.

Adicionalmente, es raro que si se analiza una empresa en que la más grande era Felices y Forrados, ¿por qué no se analizó a los que se cambiaban más de 20 veces? Sencillamente, porque el ciento por ciento estaban generando una mayor rentabilidad.

Explicó que hizo un informe del histórico de FyF con las pérdidas anuales contrarrestando y, como se puede apreciar, más allá de lo que la gente cree, siempre señalaron, primero, que disminuían el riesgo de pérdida. Por ejemplo, en 2011, el Fondo A pierde el 6,4 por ciento; el Fondo B, el 10, 7; el Fondo C, el 1,4, y nosotros FyF el 4,7 por ciento.

En 2018, se pierde el 3 por ciento contra una ganancia de 4,6 o, en 2020, hasta el 28 de mayo, que fue cuando sale la nota técnica número 6, estaban ganando el 2,1 por ciento, en vez de perder el 8,9 por ciento.

Entonces, la primera funcionalidad de disminuir pérdidas está conseguida, ya que ningún año tuvieron pérdidas. El segundo hecho es que tampoco significa que le ganaran al mercado porque, por ejemplo, en 2014, el Fondo A rentó el 14 por ciento; es decir, rentó prácticamente el doble que nosotros que solo rentamos el 7,7 por ciento ese año.

Hizo ver que pretende transparentar que nunca se generaron pérdidas anuales. Se disminuyó el riesgo de pérdida, pero, en el global, el efecto de disminuir las pérdidas que en ese período histórico hasta el 28 de mayo, tenían el 97 por ciento de rentabilidad acumulada versus el 74 por ciento de rentabilidad acumulada del Fondo A, ganándole a todos en los multifondos.

Por lo tanto, estos son los números -más allá que a algunos les moleste-, y como puede no creerse la información entregada ocupó la planilla que se informaba en cada cambio de fondo, donde su AFP certificaba que en los

últimos 12 meses, Gino Darío Lorenzini Barrios, había obtenido UF más 12,1 por ciento, en vez de haber perdido el 4 por ciento en el Fondo A.

Subrayó que los resultados que no puede cambiar, y que son hechos que -están en su cartola- demuestran que pasó en 10 años de 8.800.000 pesos acumulados a 49.357.000 pesos.

Así las cosas, clarificó que el servicio de Felices y Forrados era que un magíster en finanzas en el momento en que se cambiaba, hacía pública la información para todas las personas en el mismo segundo, siempre después del cierre de los mercados. Por lo tanto, sostuvo que cuando se le acusa de *front running* es bastante difícil hacerlo porque corría sus fórmulas cuando se cerraba el mercado, esto es, tipo 16:10 horas ya tenía lo que la fórmula le indicaba, seguía la sugerencia y a la media hora se hacía pública. Aseveró que nadie podía ocupar esa información en el mercado porque para ocuparla este debe estar abierto, ya que cuando está cerrado no sirve.

Entonces, el servicio era bien simple, cual es transparentar lo que hacía un magíster en Finanzas, y la gente podía seguir o ignorar esa información.

Luego, otro tema con el Estado, el caso Sernac, de junio 2013, bastante llamativo, una estrategia que ya la habíamos vivido, un ataque que los golpeó muy fuerte públicamente en el primer gobierno de Piñera, y el resultado es que desde el Sernac después no pasó nada.

Ahora se repite el caso Sernac 2020, donde, en este caso, Lucas Del Villar, director del Sernac, con prejuicios –y este es el detalle-, el 12 de noviembre de 2020, ni siquiera el Sernac había iniciado la investigación.

En este tema quiere ser bastante claro porque hay que documentarlo con hechos, y –como se aprecia en la diapositiva- se puede ver la respuesta al Sernac, que les dio un plazo de 10 días hábiles, donde enviaron un informe de 150 páginas, con lujo de detalles en la cuales se le hizo ver al Sernac que, conforme a los artículos 45 y 46 de la Ley N° 19.880, los actos administrativos de efectos individuales deben ser notificados por escrito, carta certificada o a modo personal, lo cual sucedió el 16 de noviembre de 2020.

No obstante lo anterior, la existencia de esta solicitud conocida de manera previa a la notificación por su empresa y por todo Chile por los medios de prensa. Enfatizó que no puede un director del Sernac anunciar una futura investigación sin haberlos notificado previamente, lo cual ocurre el 16 de noviembre. Afirmó que claramente se está vulnerando el principio de imparcialidad establecido en el artículo 11 de la ley N° 19.880, que señala expresamente que la administración debe actuar con objetividad.

Comentó que no contentos con eso, respondieron las 150 páginas con la memoria de cálculo, porque se afirmaba que hacían publicidad engañosa, pero la verdad es que está todo detallado en Excel. Reiteró que a pesar de las 150 páginas contundentes, el Sernac filtró por la prensa, lo cual calificó de

gravísimo, argumentando que a la fecha, el gerente general aún no ha recibido la notificación de parte de tribunales.

Entonces, afirmó “estamos hablando de un Sernac que denuncia antes de notificar; luego, viene y presenta como corresponde en tribunales si tiene una duda legítima, pero la filtra en La Tercera y, finalmente, a la fecha, insisto, ni siquiera hemos sido notificados por tribunales”.

Por consiguiente, el resultado de esta filtración es que todos los medios replican: “Sernac denuncia a Felices y Forrados por infringir la ley del consumidor”, pero después ninguno replica que a la semana siguiente: “denuncia de FyF: la solicitud del Sernac que no prosperó”. En efecto, hay graves vulneraciones de parte del Sernac.

Otro caso: ¿dónde nace el problema del Sernac? Por una columna de un señor llamado Salvador Palma, y en este punto quiere ser bien claro con los hechos, con el itinerario. La columna de La Tercera, “Un cruel engaño”, fue el 10 de noviembre de 2020; el 12 de noviembre, en solo dos días, sale Lucas Del Villar anunciando investigación por posible publicidad engañosa, y el 13 de noviembre preguntaron a través de la ley de Transparencia al Sernac.

¿Por qué es tan importante que esto partió con una columna de Palma? Porque el señor Palma -pueden ver su LinkedIn en la diapositiva- era Gestión de Inversiones de Moneda Asset, y lo que llama la atención es que trabajó en Moneda Asset, según su LinkedIn, hasta 2013. Entonces, ¿cómo es posible que estuviera registrado en Felices y Forrados usando su mail de Moneda Asset en 2017, 2018, 2020, incluso, justo cancela su suscripción el 10 de noviembre de 2020?

Es bastante raro, es como que –quizá- fue una práctica de Moneda Asset para sacar a Felices y Forrados del mercado, lo que llama bastante la atención.

Después, formularon una consulta por el sitio web del Sernac para saber cuántas denuncias tenían al 12 de noviembre, que fue cuando se anuncia esto en contra de la empresa. Destacó que tenían cero denuncias en el Sernac, y no solo eso sino que, por Transparencia, cuando le responden el 29 de diciembre, les afirman que tenían apenas 48 consultas en 7 años para una empresa de casi 200.000 clientes.

Entonces, al dimensionar la cifra -de hecho, lo más llamativo que es por lo que supuestamente los denuncian, porque solo se ha enterado por los medios-, por información y publicidad entre 2019 y 2020, teníamos cero denuncias.

Por lo tanto, es bastante grave que un organismo del Estado -como el Sernac- es utilizado, no cumpliendo el debido proceso para venir y afectar la imagen de una compañía. Y acá hay un hecho bien grave –a la comisión investigadora que ustedes recibieron hace algún tiempo del Sernac-, porque este organismo reconoce que, con fecha 10 de noviembre, fue publicada una columna

“Un cruel engaño” en un reconocido diario de circulación nacional en el cual un economista afirmó que respecto de la empresa Felices y Forrados, hay un análisis efectivo de las rentabilidades producidas por las sugerencias informadas a sus clientes.

Es decir, que el Sernac reconoce, en junio de este año, que inició esta investigación por la columna de Palma, pero cuando le preguntamos vía Transparencia al Sernac si hubo una denuncia formal de algún cliente de Felices y Forrados o están actuando de oficio por la nota de prensa del diario La Tercera “Un cruel engaño”, recién, en ese momento, en diciembre, por escrito, el Estado de Chile les miente; el Sernac miente porque dice: “no comenzó esta denuncia por esto”; sin embargo, en dicha comisión investigadora, el 13 de junio, afirmó que sí comenzó por la columna de Palma.

Declaró que es relevante la columna de Palma porque después hicieron otras preguntas por Transparencia, como, por ejemplo, cómo y cuándo contactaron al autor de la nota, Salvador Palma; cómo el Sernac obtuvo los datos privados del señor Palma, como RUT, nombre completo, teléfono, *e-mail*; qué funcionario público consiguió acceder a los datos del señor Palma y si harán certificado los estudios el señor Palma, porque cualquier persona podría decir cualquier mentira por los medios, por lo tanto uno espera que el Sernac verifique quién es esa persona o si tiene algún conflicto de interés.

Ante eso, el resultado es que el Sernac responde oficialmente, y como esta comisión está abocada a ver los documentos oficiales, también envía a la Secretaría este documento donde por Transparencia el Sernac les miente, porque señala lo siguiente: “Respecto de los números 2°, 3° y 4°, este Servicio no se ha puesto en contacto con el autor de la columna de opinión...”. Pero, lo más grave es si será verdad que no se puso en contacto con Palma. Resulta que el 13 de noviembre, en Radio Duna, lo que el Sernac negó en diciembre....

*El señor Gino Lorenzini reproduce audio grabado de 20 segundos.*

Comentó que el Sernac, de oficio, miente respecto de la relación del funcionario público Lucas del Villar con Salvador Palma. Salvador Palma reconoce que sí había hablado por teléfono; de hecho, a la semana siguiente –esto era a comienzos de noviembre- se iba a reunir con el Sernac. Entonces, ¿por qué el Sernac desmiente por oficio? Eso es bastante grave, por cuanto es una falta grave a la probidad pública.

Luego, otras preguntas por el tema de Transparencia, las cuales son superrelevantes: ¿Validaron la columna de opinión con la Superintendencia de Pensiones, que son los expertos? ¿Por qué la columna de Palma tiene información falsa? Porque hizo los cálculos como si en los cambios de fondos se ejecutara la compraventa en T+4 días, pero la verdad es que, por normativa, la compraventa es en T+2 días. Por lo tanto, es una columna falsa. Es tan falsa la columna del señor Palma que El Mercurio la recibió para publicarla y le dijo que cómo iba a publicar algo que es falso, si los cambios de fondo se ejecutan

en T+2 y no en T+4. El Mercurio la rechazó, pero La Tercera la tomó con mucho gusto.

Respecto de estas otras consultas, el Sernac señala: “Tampoco ha validado, ni le corresponde hacerlo, notas de opinión...”. Es decir, un señor inventa mentiras sobre su empresa, inventa falsas rentabilidades, lo ataca públicamente, pero el Sernac toma como verdad todas estas mentiras, lo que es publicidad engañosa. No las valida ni va a la Superintendencia de Pensiones. Claramente, hay una discriminación arbitraria del Estado de Chile en contra de su compañía, porque, finalmente, trata muy distinto al señor Palma, por ser amigo desde la época de colegio con Lucas del Villar, que a un Gino Lorenzini por tener un “Felices y Forrados”.

Lo otro llamativo es que el señor Palma tiene buenos seguidores: el Presidente Piñera es seguidor de Salvador Palma. ¿Será quizá que le maneja las inversiones a través de Moneda Asset? Porque es muy raro que una persona siete años después de irse de una compañía maneje un *e-mail* oficial de Moneda Asset. Es bastante raro.

Por otro lado, ¿investigarán que la Superintendencia de Pensiones ilegalmente trató de eliminar a Felices y Forrados en 2012? ¿Se investigará que Alejandro Charme es premiado trabajando hoy en la Asociación de AFP? ¿Se investigarán las vulneraciones constitucionales al artículo 19, número 2°, igualdad ante la ley; número 3°, sobre legítimo proceso; número 22°, relativo a la no discriminación arbitraria, con los estudios sin autores de la Superintendencia de Pensiones? ¿Se investigará por qué el Sernac mintió por Transparencia y ocultó la información de Lucas del Villar relacionado con Salvador Palma? ¿Se usan facultades del Sernac a solicitud de Salvador Palma, alguien que trabaja para Moneda Asset? Es decir, es bastante llamativo que una institución privada esté manejando los recursos públicos del Sernac.

Ahora bien, ¿qué otros actos administrativos hay? Está el oficio múltiple, -que también se envía a la comisión- conforme al cual el Ministerio del Trabajo de Chile bloqueó de forma inconstitucional un tratado internacional a través de una nota diplomática. Precisó que pretende ser bastante respetuoso. En una de las comunicaciones está la entonces subsecretaria María José Zaldívar.

Sobre el punto indicó que hay un convenio internacional, que está por arriba de la Constitución, mediante el cual los chilenos que tienen ahorros en Chile, si se van a Perú y cumplen ciertos requisitos, pueden llevarse sus ahorros y se les aplica la legislación peruana, por lo tanto podrían retirar el 95,5 por ciento de sus ahorros al jubilar. Sin embargo, los peruanos que hoy se llevan su dinero son bloqueados de manera inconstitucional. Les envió los oficios múltiples 4783 para que se pueda investigar, con un grave conflicto de interés. Es decir, la señora Zaldívar trabajaba en Ciedess, que pertenece a ILC, *holding* perteneciente a AFP Habitat, la cual tiene sucursales en Chile y Perú. Por lo tanto, hay un evidente conflicto de interés por estas influencias. De hecho, dentro de este informe de varias páginas, solo dejo de manifiesto que más de 570 personas llevaron sus fondos desde Chile a Perú; que 533 peruanos llevaron sus fondos ida y vuelta; que solo 26 chilenos habían logrado traspasar sus fondos; que 6 habían retirado el 95,5 por

ciento de sus fondos de pensiones, y que 3 utilizaron el 25 por ciento para pagar su primera vivienda en Perú.

Es tal el grado de corrupción de estas circulares entre el Ministerio del Trabajo y la SVS peruana, que la SVS emite una carta, una simple norma, echando abajo un convenio internacional. Es tan grave que los peruanos que se llevaron su dinero desde Chile se jubilan en Perú y les dejan retirar el 95,5 por ciento de los fondos generados en Perú, pero se les bloquearon los fondos que ahorraron durante el período que vivieron en Chile. Sin duda, como esto afecta las relaciones internacionales y es de un nivel de gravedad absoluto. Sobre el punto, solicitó que la comisión pueda investigar estos oficios.

En cuanto a otros actos administrativos, el 6 de octubre sostuvieron una reunión con el Banco Central, al cual le demostraron que el estudio de Solange Berstein, la misma exsuperintendente de Pensiones que estaba cuando lo atacó Alejandro Charme, contiene graves imprecisiones: primero, los cambios de fondo no afectan al mercado financiero. Esto no es porque es su opinión, sino que lo establece el artículo 48 del decreto ley N° 3.500, pues solo produce efectos contables. A continuación dio lectura al artículo 48: “La Administradora podrá efectuar transferencias de instrumentos entre sus Fondos, sólo por los traspasos del valor de las cuotas de los afiliados entre los Fondos que administra, sin recurrir a los mercados formales.”.

Explicó que contablemente se podían mover 10.000 millones de dólares, pero que estos se sacaban de los activos del Fondo A y se ponían en el Fondo E, y luego regresaban. Las AFP nunca liquidaron ni una sola posición. Por lo tanto, todos los estudios que han escuchado son sesgados, porque para que algo se mueva en el mercado a un precio, las AFP deberían haber salido a vender los activos al mercado, pero eso nunca ocurrió. No vendieron activos de acciones, ni de bonos, ni de dólares.

Entonces, es bastante relevante que no se niegue la relegislación. De hecho, el expresidente de AFP Habitat, José Antonio Guzmán, reconoció en Radio ADN, en 2013, que los cambios de fondo no pueden afectar el mercado financiero, porque son ajustes contables. De manera que no es algo que esté inventando.

Además, señalaron al Banco Central que tenían desarrollada una aplicación para que la gente se cambiara con un clic, donde podían tener 1.000 grupos distintos. Por lo tanto, mostraron el máximo compromiso para solucionar el problema de los cambios masivos. Todo esto nace del cuestionamiento del Sernac.

Solange Berstein solicita otro documento, que es reservado. Como superintendente de Pensiones, ella tenía legítimas dudas de si Gino Lorenzini, su familia y su empresa hacían *front running*, o sea, uso de información privilegiada. En 2013 se hizo esa investigación, pero la Comisión para el Mercado Financiero demostró que no había ninguna transacción con conflictos de intereses.

Solicitó que se le pidan disculpas públicas de parte de los diputados que han afirmado que ha realizado *front running*, porque cuando hay una investigación de la CMF y aclara que no hay ninguna transacción con conflicto de interés, simplemente espera que funcione la institucionalidad y se respeten los artículos del reglamento.

Este año el Fondo A ha rentado un 13 por ciento. Señaló que con su patrimonio personal, que – aclaró- no tenerlo invertido en Chile, sino en el extranjero, solo en *Exchange Traded Funds* (ETF) en Estados Unidos, ha rentado un 45 por ciento. Aseguró que hoy está ciento por ciento, con esas inversiones, en efectivo en dólar. Exhibió su cartola señalando que puede verse que el *Year to Date*, es decir, la rentabilidad desde el 1 de enero hasta la fecha, es de un 45,74 por ciento.

Afirmó saber manejar sus inversiones. Declaró que sí hace una buena labor y que toda esta campaña de desprestigio ha sido realmente brutal. Aseguró haberse salido del negocio por fuertes restricciones, y explicó que no iba a poner 60.000 UF de garantía.

Enfatizó que acá hubo un ataque. Expresó entender a señores diputados que le creyeron al Banco Central y al Sernac, pero aseguró que ha habido una institucionalidad fragmentada, donde hubo diversos ataques para sacarlos del camino.

Luego, comentó que también hizo una denuncia a la CMF por posible uso de información privilegiada por la venta de los bonos BCU, en la semana previa al estallido social.

Respecto a lo qué ocurre indicó que su fórmula detecta anomalías en el mercado, y el 10 de octubre, ocho días antes de la crisis social, en el mercado hubo agentes que empezaron a vender masivamente bonos del Estado. Esa son metodologías financieras que permiten prever un evento que nadie sabía, me refiero a la crisis social que estalla el 18 de octubre.

¿Cuál fue el hito? ¿Por qué el Fondo Monetario Internacional se quiso reunir con FyF? Porque sus fórmulas detectaron, el 16 de octubre, esta anomalía e hicieron un cambio de fondos para salir desde el Fondo E hacia el Fondo A, con el objeto de proteger los riesgos de pérdida del Fondo E. Fue lejos la mejor sugerencia. La Comisión para el Mercado Financiero todavía está investigando -el fiscal Montes-, de acuerdo al oficio reservado N° 514. Sin embargo, ha pasado bastante tiempo y no ha habido ninguna resolución para algo tan grave como la participación de agentes de mercado, que esto implica que se planificó el 18 octubre y que hubo agentes de mercado que vendieron los bonos. Es tan fácil como que la CMF tenga el listado de quiénes vendieron los bonos entre el 10 y el 16 de octubre, para saber quién hizo uso de esa información privilegiada.

Otro tema es que denunció, ante la Fiscalía Nacional Económica, denuncia N° 650687, por posible colusión de las AFP y manejo de los valores cuota. La conclusión, después de que el Presidente de la República Sebastián Piñera cambió al fiscal y puso a alguien de su confianza, es que no hubo

pruebas concluyentes. Bueno, qué mayor prueba que en marzo de 2021, cuando hicimos un cambio masivo hacia AFP Uno, entraron en efectivo recursos al Fondo E. El Fondo E de AFP Uno se multiplicó cinco veces, y si AFP Uno no hubiese hecho nada, lo deja en efectivo, el Fondo E no hubiese perdido ningún solo peso. Pero perdió el mismo 10 por ciento que las otras AFP. En efecto se preguntó ¿Cómo coordinó esas pérdidas? ¿Cómo invirtió, exactamente, los mismos bonos basura que las otras AFP?

Por lo tanto, ese cambio masivo es la prueba, en evidencia empírica, de que las AFP se copian los portafolios y que no les importa tener un Fondo E con alto riesgo de pérdida. Insistió, si hubiese metido ese dinero en depósito a plazo y AFP Uno hubiese sido, finalmente, un arca de Noé, no hubiese tenido ninguna pérdida. Esto es bastante grave, porque, finalmente, esta colusión afecta la rentabilidad de los multifondos.

A continuación sintetizó los actos del gobierno:

1. La solicitud ilegal de la superintendencia para sacar del mercado a Felices y Forrados en tres días, coordinada desde la banca en el directorio de Scotiabank.
2. La solicitud ilegal de la superintendencia que prohibió a FyF pedir información a los usuarios. Nunca hubiere querido hacer grupos de doscientas mil personas, pero la superintendencia fue quien me lo prohibió. Entonces, la causa de los cambios masivos no fue por parte de su persona, sino una restricción de la Superintendencia de Pensiones.
3. La Superintendencia de Pensiones hizo notas técnicas arbitrarias sin autor. Todas las notas técnicas arbitrarias sin autor, son en contra de mi empresa, todas las otras tienen autor. Es una discriminación arbitraria del Estado.
4. El caso Sernac 2013. La misma mano, el mismo gobierno de Piñera 1 lo ataca con el Sernac y después no pasa nada.
5. El caso Sernac 2020, lo mismo, pero esta vez con mentiras graves.
6. Un documento en donde el señor Lucas del Villar miente por transparencia.
7. La subsecretaría de Previsión Social solicitó a la SBS de Perú esta norma inconstitucional, para bloquear el retiro del 95 por ciento, tanto a chilenos como a peruanos que se han llevado su fondo de pensiones a Perú.
8. Reunión del Banco Central.
9. Investigación solicitada por Solange Berstein en contra de su persona, por posible *front running*, pero fue completamente descartada.
10. Denuncia a la Comisión para el Mercado Financiero por el posible uso de información privilegiada en el estallido social.

11. Su denuncia a la Fiscalía Nacional Económica por la posible manipulación de valores cuota y posible colusión de todas las AFP, por copiar los portafolios.

En resumen:

1. Esta campaña de desprestigio liderada por la Superintendencia de Pensiones, por el Sernac y por el Banco Central provocó la creación de esta comisión especial investigadora el 16 de diciembre de 2020.

2. ¿Qué daño le provocó? Mandé el *mail*, donde pide reserva, dando cuenta de la caída de la venta del 49 por ciento de Felices y Forrados en 60 millones de dólares. Esa negociación no se cayó por lo del Sernac, sino por la creación de la comisión especial investigadora.

3. Luego, se aprobó esta ley mordaza que exigía una garantía de 60.000 UF, que no la iba a entregar, primero, porque no le genera garantías la institucionalidad de la Superintendencia de Pensiones y, segundo, porque el superintendente de Pensiones sacó una normativa en base a esa ley, en que si quiere dar sugerencias o prestar servicios a un tercero, tiene que entregar su fórmula financiera al Estado, lo cual es una expropiación sin compensación.

Por lo tanto, la Superintendencia de Pensiones hace lo que quiere, porque viene y trata de expropiar conocimientos que son sus fórmulas financieras. Hubo un diputado de derecha que consultó por qué no salimos al mercado. Al respecto señaló que no va a estar regalando su fórmula financiera al Estado de Chile.

4. Se dejó a doscientos mil chilenos sin derecho a recibir información financiera. Reflexionó que tenemos enorme riesgo en el Fondo E y si se aprueba un cuarto retiro mal hecho. Enfatizó que los dos primeros retiros fueron bien hechos y, por lo tanto, no provocaron pérdidas en el Fondo E. ¿Cuál fue la diferencia en el tercer retiro? Que al incluir a las compañías de seguros de mala forma, obligaron a que las AFP vendieran bonos, las compañías de seguro vendieran bonos y eso destruyó un 10 por ciento el valor del Fondo E.

Sugirió que si aprueban un cuarto retiro, que las personas puedan vender a un tercero el 10 por ciento de su renta vitalicia. Con eso, no se venden los bonos y no se va a generar nuevas pérdidas al Fondo E. Es un detalle bastante relevante.

5. Dejaron a 40 familias sin su fuente de ingresos, pues tuvo que despedir a casi todos los trabajadores, solo quedaron unos pocos, porque estamos en un proceso de devolución masivo.

Indicó que la ley está tan mal hecha que desde el 1 de julio no puedo dar sugerencias. Pero sus contratos eran por doce meses y se los pagaban por adelantado. Entonces, el Estado, con esta ley mal pensada -no les dio los doce meses de plazo-, los forzó a devolver cientos de millones de pesos. El Banco de Crédito e Inversiones dijo que éramos la única empresa que había hecho devoluciones masivas de dinero. Por lo tanto, cuando los ataca Lucas del Villar, del

Sernac, da vergüenza ver la institucionalidad fragmentada por conflictos de intereses con los grupos económicos.

**El diputado Pérez, don Leopoldo** dedujo que el Banco Central, la Superintendencia de Pensiones, el Sernac y otras instituciones estarían en una campaña para desprestigiar al señor Lorenzini, su giro o su empresa, según lo que acaba de relatar. A lo menos, curioso, porque si se siente afectado o sus derechos han sido afectados, en ninguna parte de su presentación planteó recurrir a la justicia respecto del daño que estarían provocando a su empresa estas instituciones.

Por ello, preguntó es por qué si tenía evidencia o el convencimiento de lo que estaba sucediendo o había una práctica por parte de órganos del Estado, no recurrió a la Contraloría o a los tribunales de justicia, dado que son las dos instancias correspondientes, si es un tema administrativo o con connotaciones de carácter penal, respectivamente.

Por otro lado, un reportaje del diario La Tercera, publicado el domingo 28 de noviembre de 2020, referido a amistades peligrosas: “El martes 24, en la noche, más de 50.000 espectadores esperaban escuchar las prometidas pruebas que daría sobre las triangulaciones de fondos desde las AFP...”. Luego, vuelve a aparecer una mención al Presidente Piñera, y no tiene claridad si esa mención se refería al primer gobierno o al segundo, porque en toda la presentación, varias veces, ha hecho referencia al gobierno del Presidente Piñera.

En ese mismo reportaje, se habla de relaciones peligrosas, el señor Gino Lorenzini mencionó el vínculo que tendría con la familia Rincón, en particular con su asesor legal, el exdiputado Ricardo Rincón en el ejercicio de su legítimo derecho a ejercer su profesión de abogado.

Sin embargo, también en el reportaje se habla respecto de unas indicaciones de su autoría, presentadas en el marco de la tramitación de un proyecto de reforma al sistema de pensiones, que estaba en el Senado. Entiende que se trata de uno de los proyectos para el retiro del 10 por ciento –debe haber sido el segundo- y, además, se estaba tramitando el proyecto que, luego, se convirtió en la ley N° 21.314, y que el expositor habla de la ley mordaza. Es más, a todos, como parlamentarios, y, en lo personal, como miembro de la Comisión de Hacienda, recibieron correos electrónicos, diciendo un montón de cosas.

En el reportaje el señor Lorenzini señaló que iba demostrar que había ciertas triangulaciones y que estaba involucrado el Presidente de la República y su familia, etcétera; cuestión que no pasó.

En lo concreto, todos los representantes de organismos que han concurrido a la comisión han dicho absolutamente lo contrario a lo expuesto, en el sentido de que no había persecución. Además, cuando se preguntó por el *front running* que podría haber sucedido, todas las organizaciones dijeron que no, así que tampoco hay aseveraciones respecto de que el señor Lorenzini habría incumplido la ley.

Mencionó que además, un funcionario del expositor el señor Esteban Rodríguez, también habría participado con indicaciones para algunos proyectos de ley relacionados con el tema, o que eventualmente podrían haber favorecido a gestores o asesores previsionales, entre los cuales, está FyF y otras más, porque no es la única, en todo caso. Por lo tanto, quiso saber si eso es efectivo.

Reconoció que le hubiera gustado que estuviera la senadora Ximena Rincón para desmitificar de una vez por todas esta materia, porque se trata de un reportaje público, y la verdad es que es importante aclararlo, porque un poco enloda la función de los parlamentarios, sean senadores o diputados.

En síntesis, manifestó que la idea es que el señor Gino Lorenzini aclare si envió indicaciones para “verse beneficiado” eventualmente, o no beneficiado, sino sujeto a menos restricciones, como establecía el proyecto de ley.

**El señor Lorenzini**, procedió a dar respuestas a las consultas efectuadas por el diputado Pérez:

Respecto de por qué no ha presentado denuncias en los tribunales o en la Contraloría, señaló que hay dos motivos.

Hay un contexto. Se fue un tiempo de Chile por amenazas a su familia y, finalmente, cerró su empresa. Es decir, no ha sido un período fácil y, por lo tanto, hoy no tiene confianza en el Estado de derecho hasta que el 11 de marzo deje la presidencia el señor Sebastián Piñera. Una vez que él salga, ejercerá todos sus derechos, porque tiene plazo. En consecuencia, no es obligación hacerlo inmediatamente.

Un segundo aspecto es que en media hora, a las 15:30 horas, sesionará la comisión sobre triangulaciones, en la cual entregaré antecedentes adicionales, pero, finalmente, se reserva todas las acciones legales para cuando termine la gestión del Presidente Piñera.

Respecto de la relación con Ximena Rincón, manifestó la disposición de desmitificar algunas cosas. Primero, la conoció precisamente cuando Solange Berstein hizo un estudio, en el que se sostenía que, supuestamente, el 99 por ciento de los clientes -la nota técnica N° 4- de Felices y Forrados tenían pérdidas.

Dada dicha circunstancia, recordó que tuvo que suspender un viaje, dejar sola a su familia, regresar a Chile e ir al Senado y, en esa instancia, conoció a Ximena Rincón, como senadora. Declaró que le dio una buena impresión y, después, conversaron. Aquel fue el momento en que la conoció, es decir, cuando se defendió de Solange Berstein.

Finalmente, dado ese escándalo, y porque el estudio era falso, Solange Berstein salió de la Superintendencia de Pensiones.

Respecto de la actualidad, la ley del segundo retiro, para la cual se presentó una modificación constitucional, no afectaba en nada a los asesores financieros. Hasta ese momento la legislación diferenciaba a los asesores previsionales de los asesores financieros, y FyF era de asesoría financiera.

La modificación ocurrió por un hecho que hizo público Ximena Rincón. Señaló que la senadora se reunió con los asesores previsionales y de ellos salió esta propuesta de mejora, lo cual es un derecho de las asesoras previsionales y de los asesores previsionales, no de los asesores financieros.

Por lo tanto, aunque la modificación hubiese sido aprobada, no se podía beneficiar, porque era un asesor financiero, al punto que, ahora, con la nueva ley de asesores previsionales, decidió cerrar su compañía. Por lo tanto, no había ninguna posibilidad de que esa instrucción ocurriera.

En relación con el señor Esteban Rodríguez, se reserva su pronunciamiento, señalando que hay una situación bastante delicada detrás; hay acciones legales que están de por medio y, por tanto, no me se referir oficialmente respecto de él.

Al diputado Pérez agradeció la aclaración sobre que nunca ha realizado *front running*.

Hizo presente que respeta al Banco Central y comentó que, además, se ha reunido con cada uno, mostrando la contraparte.

Finalmente, manifestó que lo que hay es un conflicto de intereses; cuando ocurre un cambio de fondo, provoca un tema contable, pero nunca se generó una modificación en los mercados.

Aseguró que lo anterior es corroborado por ciertos estudios. Indicó que si se lee en detalle -el de Terrado y uno de la Universidad Católica- dicen que sí hay; los cambios masivos movían 10.000 millones de dólares, eso es verdad, pero en el mercado nunca se movieron; por ejemplo, en Chile, nunca salieron de los mismos 300 millones de dólares que se transan diariamente.

Declaró que entonces, nunca las AFP salieron a vender posiciones en el mercado, realidad que, por más que la quieran negar las autoridades, el artículo 48, del decreto ley N° 3.500, la reglamenta.

**El diputado señor Saavedra** (Presidente) preguntó al invitado si las amenazas que mencionó en su primera intervención, son de agentes del Estado o de personas particulares. Sin dar nombre solicitó especificar el punto argumentando que es grave si fue la institucionalidad, a través de los diferentes estamentos, la que permitió actuar coercitivamente.

**El señor Lorenzini** precisó que las personas que amenazaron a su familia son personas naturales. Según la investigación y los datos que están gestionando a través de la justicia, la hipótesis es que esta persona

natural tiene una relación o tuvo una relación con una compañía de seguros vinculada con una AFP.

Aseguró no saber si hay organismos del Estado detrás. No obstante, por mucho tiempo existió intervención telefónica y, en el primer gobierno de Piñera, para contextualizar, hubo intervención de organismos del Estado en las comunicaciones de su compañía.

**La diputada Álvarez, doña Jenny,** declaró que apenas comenzó a sesionar esta comisión solicitó que invitaran al señor Lorenzini. Comentó que ya no tienen ganas de pelear ni de cuestionar todo aquello que aparentemente es medio raro.

Exclamó, “quién mejor que el señor Lorenzini ha visto cómo funciona el Estado con los diferentes actores, facilitando y ayudando a un grupo y persiguiendo a otros”.

Subrayó que el invitado ya ha sufrido todas las consecuencias de no haber sido escuchado; aquí ha dado muestras de todo aquello, pero desde hace mucho tiempo ha estado informada del funcionamiento, de todas las pruebas y de todo lo que se ha hecho en su contra.

Asimismo, recordó que se escuchó al superintendente y a todos los organismos del Estado y concluyó que hubo un enañamiento en contra de Felices y Forrados, quienes de alguna forma apoyaban y ayudaban a la ciudadanía a administrar sus fondos.

A estas alturas, ya ni siquiera hay que desgastarse en analizar si funcionan o no las AFP en el país, porque está claro que los afiliados reciben pensiones miserables desde hace muchos años.

Su intención principal era conseguir que señor Lorenzini dejara registro de ello, por si algún día alguien quiere hacer un análisis de lo que está pasando en el país. La idea es que, si eso sucede, pueda contar con sus argumentos, su información y con todo lo que el invitado ha tratado de dar a conocer, con tanto dolor y sacrificio, durante años, respecto de lo que pasa con los fondos de todos los chilenos, que por años han sido mal administrados.

Mencionó que se habla de vulnerabilidad y que se dice que la empresa podría afectar los fondos de las personas. Sin embargo, nadie ha reaccionado ante lo que las AFP han hecho por tantos años en contra de la ciudadanía, de los afiliados y de las personas que hoy reciben sueldos de miseria.

Reiteró que no pretende entrar en detalles, ni hacer mayores análisis, pero afirmó que fue una de las parlamentarias que votó en contra de la ley mordaza como se terminó llamando, y señaló que aún le sorprende que no se votara en contra. Entonces, añadió, pareciera que estamos votando leyes para perjudicar a la gente que representamos.

Exclamó ¡Es tan difícil entender que no se quiera escuchar! Destacó que esta es una clara muestra de que por años - desde el Parlamento- se ha protegiendo un sistema que ha enriquecido a un pequeño grupo de personas en el país y que por eso no se logra cambiar.

Cree que el invitado hace bien al esperar que termine este gobierno, porque imagino que con todo lo que le ha tocado vivir perdió la confianza, porque capaz que termine preso. Sin embargo, paradójicamente -como suele suceder en el país-, hay muchos de cuello y corbata que caminan libres por la calle después de haber realizado muchos actos que no corresponden, en contra de la ciudadanía.

Indicó que le consta todo lo que plantea el señor Lorenzini, y reflexionó que si bien no se le puede ganar al mercado, estas asesorías han sido muy importantes para mucha gente, y así lo ha podido constatar.

Valoró la fortaleza y lucha del expositor. Aseguró que no va a ser en vano. Hoy la gente está sufriendo todo este tipo de abusos, pero el día de mañana esto va a tener que cambiar, y para allá estamos caminando.

Expresó al señor Lorenzini que aquí va a quedar su testimonio. Declaró estar segura de que algún día estos archivos se van a reabrir y se va a corroborar todo lo que dijo con tanta claridad, no solo en videos, sino también cuando estuvo en el Parlamento tantas veces, contando lo que realmente pasaba.

Finalmente, será la historia la que dé cuenta de todo el trabajo y el esfuerzo que hizo para ayudar a las personas. Además, está pendiente una sesión especial sobre la triangulación, pero cómo pueden ver, ahí está. Llega una sesión especial, aparece una, luego otra, pero ese tema no se toca y ha costado mucho que llegue a investigarse, pero no así a Felices y Forrados, con doscientos mil afiliados.

Tras agradecer la exposición al invitado insistió en que quedará el registro de que tuvo la oportunidad de decir en esta comisión. Declaró que cree se va a votar favorablemente en la comisión y que luego pasará a la Sala y sucederá lo mismo. Comentó que esa es la realidad, así como pasó con la bien llamada ley mordaza.

**El diputado Pérez, don Leopoldo**, para efectos del acta, expresó que el señor Lorenzini señaló que en un rato más concurrirá a otra comisión relacionada con la triangulación, donde también expondrá acerca de ciertos elementos consultados.

Aclaró que hay una comisión investigadora anterior a esta, encargada de estudiar la triangulación o la probable triangulación de inversiones por parte de las AFP. Lo anterior, a raíz de lo que planteó la diputada Jenny Álvarez.

**El señor Lorenzini**, agradeció profundamente las palabras de la diputada Álvarez señalando que reconfortan su espíritu.

Instó a que no hay que dar por perdida esta comisión investigadora, porque en especial toda la arista Sernac consta de documentos oficiales en que este servicio miente y, a ese respecto, insistió que envió todos los antecedentes a la Secretaría.

Posteriormente, puso énfasis en que perdió su empresa; a cuarenta familias dejó sin trabajo; perdió a doscientas mil personas y afirmó saber los riesgos futuros que se avecinan. Lamentó que como persona natural ni siquiera tiene el derecho de decirle a mi madre que se cambie de fondo.

Entonces, por respeto a todo ese esfuerzo, solicitó a la comisión que los antecedentes agregados, en especial respecto del Sernac, estén en las conclusiones de la comisión, pues son importantes para restablecer el Estado de derecho.

**La diputada Álvarez, doña Jenny** relevó que los antecedentes que el señor Lorenzini entregó a la comisión sobre el Sernac, y que se encuentran en la presentación, son hechos muy graves, y puntualizó que han tomado nota de aquello. Señaló que desconoce si van a tener un buen resultado con la labor realizada porque a veces todo llega hasta cierto lugar.

Señaló que van a oficiar, pues son hechos graves. Comentó que para ella son hechos nuevos y que no había escuchado nada al respecto. Añadió que verán que también queden incorporados en el informe.

#### **IV.- CONSIDERACIONES, CONCLUSIONES Y PROPUESTAS APROBADAS POR LA COMISIÓN.**

Vuestra Comisión, aprobó las consideraciones, conclusiones y propuestas que a continuación se detallan, por las mayorías que allí se indican:

##### **1.- Inexistencia de un marco regulatorio que se aplique a las asesorías previsionales.**

Hasta antes del 1º de julio del presente año, fecha de entrada en vigencia de la ley N° 21.314, que establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados, regula la asesoría previsional, y otras materias que indica, no existía un marco legal que permitiera a organismos fiscalizadores como, por ejemplo, la Superintendencia de Pensiones, la Comisión para el Mercado Financiero y el Servicio Nacional del Consumidor supervisar a los recomendadores colectivos, que se enfocaban en los cambios de fondos.

En palabras del Superintendente de AFP, don Osvaldo Macías: “En cuanto al marco regulatorio, los órganos del Estado y la superintendencia deben actuar dentro del ámbito que les permite la Constitución y las leyes. Al respecto, indicó que se rigen por las leyes de fondos de pensiones:

decreto ley N° 3.500, ley N° 20.255 y el estatuto orgánico, siendo ese el marco en el cual la superintendencia puede ejercer su acción.”.

Dicha normativa sólo entregaba al órgano fiscalizador, por una parte, la supervigilancia y control de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y el ejercicio de las funciones y atribuciones que establecía la ley y, por otra, constituir y administrar el Registro de Asesores Previsionales, pero sólo circunscrita a las asesorías previsionales personalizadas, no quedando, por lo tanto, dentro del perímetro regulatorio las asesorías o recomendaciones colectivas.

Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia efectuó actividad regulatoria y supervisora en el marco legal, a fin de identificar si las recomendaciones que se estaban efectuando por personas no inscritas en sus registros estaban al margen de la legalidad o no estaban bajo su perímetro regulatorio. Entre las medidas implementadas destacan las siguientes:

1.- Detectar las entidades que realizaban esta actividad, para lo cual se monitoreaban los sitios web, internet y redes sociales para ver si existía ese tipo de asesoría.

2.- En aquellas entidades que ofrecían asesoría personalizada, se verificaba si sus integrantes estaban inscritos en el registro. Si no lo estaban y se trataba de una asesoría personalizada, se oficiaba a la entidad, instruyendo el cese del servicio y, en su caso, se denunciaba al Ministerio Público por realizar una actividad fuera del marco de la ley.

3.- En caso de no concluir que la entidad realizaba asesorías personalizadas y que, por ende, eran de tipo colectivo, se oficiaba a la entidad, a fin de determinar con precisión el tipo de asesoría que realizaba, y si en base a lo anterior se determinaba que se trataba de una asesoría colectiva, quedaba fuera del alcance de la supervisión.

4.- Se efectuaba un seguimiento en las instrucciones de la superintendencia.

Por otra parte, la superintendencia, aun cuando no podía supervisar ese tipo de recomendadores colectivos, dictó las siguientes normas:

a) Fijar un límite del 5 por ciento diario al monto de los traspasos con el objeto de aminorar el impacto en precios de los activos por el alto volumen de operaciones, afectando, con ello, la rentabilidad de los fondos de manera negativa.

b) Establecer un formulario disponible en la agencia y un mensaje en la página web de la administradora cada vez que la persona se cambie de fondo, que indicaran que el cambio se llevaría a cabo en la medida en que no superara el 5 por ciento del total del fondo. De otra manera, hay que esperar hasta que se pueda materializar el traspaso.

c) Permitir la transferencia interfondos de pensiones, a fin de evitar que los precios de los instrumentos financieros que están en las carteras de los fondos se vean afectados por variaciones negativas de valor debido a estos traspasos. En este caso, todo lo anterior es controlado diariamente por la superintendencia y los precios de transferencia deben corresponder al valor de mercado de los instrumentos financieros, determinado por la ley y entregado diariamente por la superintendencia. Eso se hace para mitigar los efectos negativos de los traspasos muy masivos.

d) Informar al afiliado que realiza cambios de fondos. Cada vez que una persona decide cambiar el saldo de su cuenta de capitalización individual a otro fondo, debe ingresar al sitio web de su administradora. Si ha realizado traspasos de ese tipo una o más veces en los 12 meses anteriores a la fecha en que desea efectuar un nuevo cambio la AFP deberá presentarle información sobre la rentabilidad obtenida por los distintos fondos de pensiones y por su cuenta obligatoria, lo que permite al afiliado saber cómo le fue con su último cambio de fondo. La entrega de ese informe se debía hacer en forma previa a dar curso a la nueva solicitud de cambio, y el afiliado, luego de ver esa información, debía ratificar su decisión de cambiarse de fondo.

Por otra parte, cabe hacer presente que la falta de un cuerpo normativo que regulara esta actividad y la frecuencia con que se efectuaban los traspasos de fondos fue un hecho que no sólo relevaron instituciones económicas del Estado chileno, tales como el Ministerio de Hacienda, el Banco Central, la Comisión para el Mercado Financiero, la Superintendencia de Pensiones y el Consejo de Estabilidad Financiera, sino que también organismos internacionales a los cuales nuestro país adscribe como es la OECD.

A modo de ejemplo, el Banco Central ha mencionado en reiteradas ocasiones, en particular en su Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2020<sup>15</sup>, así como en otras presentaciones realizadas ante el Congreso, que los cambios de fondos disminuyen las rentabilidades de los fondos y generan una importante volatilidad en los mercados financieros, afectando el tipo de cambio y generando incertidumbre a los agentes económicos.

Sometida a votación se aprobó por unanimidad. Votaron por la afirmativa las diputadas señoras Álvarez, doña Jenny; Hernando, doña Marcela, Ossandón, doña Ximena y Santibáñez, doña Marisela y los diputados señores Barros, don Ramón; Mellado, don Miguel; Norambuena, don Iván; Pardo, don Luis; Ramírez, don Guillermo; Saavedra, don Gastón y Walker, don Matías.

## 2.- Los cambios masivos de multifondos son perjudiciales para todos los afiliados.

El Banco Central, la Comisión para el Mercado Financiero y la Superintendencia de Pensiones han advertido que la masividad de los cambios de fondos obliga a las Administradoras de Fondos de Pensiones a tener

<sup>15</sup> Disponible en <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/informe-de-estabilidad-financiera-primer-semestre-2020>

instrumentos financieros de mayor liquidez para poder vender rápidamente ante la eventualidad de cambios masivos, esta mayor liquidez implica una menor rentabilidad para todos los afiliados. Por lo tanto, los cambios masivos de fondos empeoran la rentabilidad de todos los afiliados, incluso de aquellos que no se cambian. En particular, esto es nocivo para afiliados que quieran jubilarse cuando el fondo “E” cae a causa de las recomendaciones de una empresa como Felices y Forrados.

Sometida a votación se aprobó por 10 votos a favor y uno en contra. Votaron por la afirmativa las diputadas señoras Hernando, doña Marcela, Ossandón, doña Ximena y Santibáñez, doña Marisela y los diputados señores Barros, don Ramón; Mellado, don Miguel; Norambuena, don Iván; Pardo, don Luis; Ramírez, don Guillermo; Saavedra, don Gastón y Walker, don Matías. Votó en contra la diputada señora Álvarez, doña Jenny.

### 3.- Los cambios masivos de multifondos son perjudiciales para los clientes de Felices y Forrados.

La Superintendencia de Pensiones muestra que alrededor del 80% de las personas que han realizado cambios de fondos tendrían mayor rentabilidad, si se hubieran mantenido en el fondo que estaban originalmente o en aquel que se les asigna por defecto según la edad, tuvieron una pérdida de rentabilidad acumulada en torno a 6%, de acuerdo a la Nota Técnica N°7 de la Superintendencia de Pensiones. De mantener esta tendencia durante la vida laboral, dicha Superintendencia estima que las pensiones de dicho grupo podrían caer en hasta 20%. Resultados similares se encontraron en el estudio encargado por el Consejo de Estabilidad Financiera a la OCDE, “*Effects of fund switches for Chilean pension members and their macroeconomic/financial impact*”.

Sometida a votación se aprobó por 10 votos a favor y uno en contra. Votaron por la afirmativa las diputadas señoras Hernando, doña Marcela, Ossandón, doña Ximena y Santibáñez, doña Marisela y los diputados señores Barros, don Ramón; Mellado, don Miguel; Norambuena, don Iván; Pardo, don Luis; Ramírez, don Guillermo; Saavedra, don Gastón y Walker, don Matías. Votó en contra la diputada Álvarez, doña Jenny.

### 4.- Asesorías Previsionales Masivas aumentan la volatilidad del sistema financiero.

Los movimientos masivos de fondos han estado asociados a episodios de compra y venta masiva de instrumentos financieros en un periodo acotado, provocando un aumento en la volatilidad del sistema financiero y, en consecuencia, una alteración de los precios y del tipo de cambio. Por ejemplo, los movimientos a fondos más riesgosos (desde el tipo E al tipo A), aumentan la demanda de monedas extranjeras y deprecian la moneda local. Estos problemas han sido advertidos por el Banco Central y refrendados por un informe de la OCDE<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> “*Effects of fund switches for Chilean pension members and their macroeconomic/financial impact*”

Adicionalmente, asesores de inversión de fondos previsionales pueden tener conflictos de interés en sus recomendaciones dado que se pueden beneficiar al tomar posiciones antes de realizar la sugerencia<sup>17</sup>. Si un asesor de inversión previsional puede conocer de forma anticipada cómo variará el precio del dólar, tiene una ventaja enorme para llevar a cabo transacciones con estas monedas; al conocer antes que una moneda subirá de precio, se compra antes de que suba para luego vender y obtener una ganancia.

Sometida a votación se aprobó por 10 votos a favor y una abstención. Votaron por la afirmativa las diputadas señoras Hernando, doña Marcela, Ossandón, doña Ximena y Santibáñez, doña Marisela y los diputados señores Barros, don Ramón; Mellado, don Miguel; Norambuena, don Iván; Pardo, don Luis; Ramírez, don Guillermo; Saavedra, don Gastón y Walker, don Matías. Se abstuvo la diputada Álvarez, doña Jenny.

5.- Independiente del giro comercial de Felices y Forrados, su naturaleza es de asesoría previsional.

Las recomendaciones de Felices y Forrados, al sugerir cambios de multifondos a sus clientes, tienen naturaleza de asesorías previsionales por cuanto recomiendan estrategias para incrementar los saldos de las cuentas individuales. Lamentablemente, tal y como encontró la Superintendencia de Pensiones en su Nota Técnica N°7, las estrategias seguidas perjudicaron a gran parte de sus clientes por los efectos que éstas tuvieron en los precios de los activos de los fondos de pensiones. Esto hace indiscutible la necesidad de regulación en la materia, para proteger los ahorros previsionales de los trabajadores chilenos.

Sometida a votación se aprobó por 10 votos a favor y uno en contra. Votaron por la afirmativa las diputadas señoras Hernando, doña Marcela, Ossandón, doña Ximena y Santibáñez, doña Marisela y los diputados señores Barros, don Ramón; Mellado, don Miguel; Norambuena, don Iván; Pardo, don Luis; Ramírez, don Guillermo; Saavedra, don Gastón y Walker, don Matías. Votó en contra la diputada Álvarez, doña Jenny.

6.- La inexistencia de un marco regulatorio que supervisara las asesorías previsionales estableció la necesidad de legislar sobre la materia.

Consiente de lo nocivo que son los cambios masivos de multifondos para los afiliados, y de que múltiples organismos estatales e internacionales advirtieran de la necesidad de regulación en la materia, es que el Congreso Nacional dio su aprobación al proyecto de ley que establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados, regula la asesoría previsional, y otras materias que indica, materializado en la publicación de la ley N° 21.314, de 13 de abril del presente año.

El objeto del referido cuerpo legal es regular y supervisar a los denominados asesores financieros previsionales que, precisamente, son

---

<sup>17</sup> Estrategia llamada *front-running*

aquéllos no personalizados o colectivos, que estaban fuera del perímetro regulatorio y que surgieron después de la reforma de 2008.

En cuanto al contenido específico de la ley, éste se refiere a las personas naturales o jurídicas que realicen las actividades de otorgar información a los afiliados y beneficiarios del sistema previsional de forma no personalizada, dirigidas por cualquier medio o a grupos específicos de aquéllos, respecto de esta materia, incluyendo la transferencia entre tipos de fondos.

En este caso, se entra a regular a los asesores financieros previsionales, es decir, a estos recomendadores colectivos, que, hasta ahora, están enfocados, básicamente, en recomendar transferencias de tipos de fondos. Asimismo, esta nueva legislación también se adelanta a que puedan ejercer posteriormente otro tipo de actividades, siendo más específica, e incluyendo la transferencia entre tipos de fondos.

En definitiva, se crea una nueva categoría para la actividad de entrega de información previsional, que es la asesoría previsional de carácter colectivo, sumándose a la ya existente que era la asesoría previsional de carácter personalizado, dentro del perímetro regulatorio.

Por otra parte, en el mismo cuerpo normativo, se establece que a partir del 1 de julio estos asesores financieros previsionales van a quedar bajo la supervisión conjunta de la Superintendencia de Pensiones y de la Comisión para el Mercado Financiero, y que, a más tardar el primer día hábil de octubre del presente año, quienes estén efectuando estas actividades tienen que estar inscritos en un registro especialmente administrado por ambas entidades supervisoras.

Con ello, queda en evidencia la necesidad de considerar, al momento de legislar, la opinión de los organismos públicos con competencia sobre la materia, a fin de incorporarla en futuras leyes.

Sometida a votación se aprobó por 10 votos a favor y una abstención. Votaron por la afirmativa las diputadas señoras Hernando, doña Marcela, Ossandón, doña Ximena y Santibáñez, doña Marisela y los diputados señores Barros, don Ramón; Mellado, don Miguel; Norambuena, don Iván; Pardo, don Luis; Ramírez, don Guillermo; Saavedra, don Gastón y Walker, don Matías. Se abstuvo la diputada Álvarez, doña Jenny.

#### 7.- El nuevo marco regulatorio requiere de una evaluación en el tiempo desde su entrada en vigencia.

En efecto, toda regulación normativa requiere de un período de tiempo desde su entrada en vigencia, a fin de evaluar el grado de cumplimiento de los objetivos esperados por el legislador, visualizar los impactos o efectos no previstos o no deseados al legislar, identificar buenas prácticas en la elaboración y aplicación de la ley, conocer la percepción de la ciudadanía y proponer medidas correctivas.

En ese sentido, se recomienda hacer un seguimiento al proceso de entrada en vigencia de la ley N° 21.314, que establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados, regula la asesoría previsional, y otras materias que indica, de manera de establecer el grado de cumplimiento de los objetivos que se tuvieron en vista al momento de legislar sobre la materia.

Para ello, se recomienda encomendar al Departamento de Evaluación de la Ley de la Cámara de Diputados realizar la evaluación de la misma, a fin de determinar su eficacia en el tiempo.

Sometida a votación se aprobó por unanimidad. Votaron por la afirmativa las diputadas señoras Álvarez, doña Jenny; Hernando, doña Marcela, Ossandón, doña Ximena y Santibáñez, doña Marisela y los diputados señores Barros, don Ramón; Mellado, don Miguel; Norambuena, don Iván; Pardo, don Luis; Ramírez, don Guillermo; Saavedra, don Gastón y Walker, don Matías.

#### **V.- CONSTANCIAS REGLAMENTARIAS.**

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 58 de la Ley N°18.918, Orgánica Constitucional del Congreso Nacional se remitirá, una vez aprobado, una copia del presente informe al S.E. el Presidente de la República.

**Se designó Diputado Informante al señor SAAVEDRA,  
DON GASTÓN.**

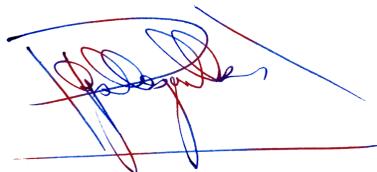
Acordado y tratado según consta en las actas correspondientes a las sesiones de 26 y 31 de mayo; 14 de junio; 5, 19 y 26 de julio; 9, 16 y 30 de agosto y 6 de septiembre de 2021, con la asistencia de las diputadas señoras Álvarez, doña Jenny; Hernando, doña Marcela, Ossandón, doña Ximena y Santibáñez, doña Marisela y los diputados señores Barros, don Ramón; Díaz, don Marcelo; Labra, don Amaro; Mellado, don Miguel; Norambuena, don Iván; Pardo, don Luis; Pérez, don Leopoldo; Ramírez, don Guillermo; Saavedra, don Gastón; Soto, don Raúl; Van Rysselberghe, don Enrique; Walker, don Matías y Winter, don Gonzalo.

\*\*\*\*\*

Sala de la Comisión, a 6 de septiembre de 2021



**JUAN PABLO GALLEGUILLOS JARA**  
Abogado Secretario de la Comisión



**INDICE**

I.- COMPETENCIA DE LAS COMISIONES, AL TENOR DEL ACUERDO DE LA CÁMARA DE DIPUTADOS QUE ORDENÓ SUS CREACIONES.	1
II.- ANTECEDENTES GENERALES.	2
1.- Características generales del sistema de AFP.	2
III.- RELACIÓN DEL TRABAJO DESARROLLADO POR LA COMISIÓN EN EL CUMPLIMIENTO DE SU COMETIDO.	14
1.- Sesiones celebradas.	14
2.- Oficios despachados.	14
3.- Personas que declararon ante la Comisión.	15
IV.- CONSIDERACIONES, CONCLUSIONES Y PROPUESTAS APROBADAS POR LA COMISIÓN.	97
V.- CONSTANCIAS REGLAMENTARIAS.	103

\*\*\*\*\*