



Decisión estratégica del próximo superintendente

Premios y castigos: La norma previsional que “pondrá a prueba” al nuevo regulador

JOAQUÍN AGUILERA R.

Entre las decisiones estratégicas que tendrá que tomar el próximo superintendente de Pensiones, Joaquín Cortez, figura una que pondrá a prueba su “autonomía” en relación con el mundo de las AFP, donde trabajó por varios años. En septiembre, el regulador debe fijar el régimen de inversión de los nuevos fondos generacionales, donde se incluirá también el nuevo *benchmark* (o cartera de referencia) que definirá los premios y castigos por la rentabilidad de los fondos de pensiones que recibirán las AFP.

Se trata de una norma que la reforma previsional incorporó con la idea de “alineación de incentivos” entre administradoras y afiliados. En otras palabras, que cuando haya pérdidas, ambas partes resultan perjudicadas.

Se trata de una determinación que las administradoras están siguiendo con atención. Si bien la ley establece los lineamientos generales, en la ejecución de la Superintendencia hay amplios márgenes de discrecionalidad.

El artículo 67 de la reforma, que detalla los cambios al Decreto Ley 3.500, precisa los lineamientos de esta medida.

Joaquín Cortez tendrá que definir la cartera de referencia que guiará los incentivos por rentabilidad, donde las AFP presionan por una norma ampliamente flexible.

Señala que el régimen de inversión establecerá carteras de referencia para cada uno de los fondos generacionales, y márgenes de desviación máximos en términos de rentabilidad. Así, cada vez que el desempeño acumulado en 36 meses se desvíe de dicho estándar, la AFP tendrá derecho a una retribución adicional —con cargo al fondo—, si es que obtiene ganancias mayores. Si obtiene pérdidas más allá de los márgenes, en cambio, tendrá que entregar una compensación.

El monto de esos “premios y castigos” está en manos de la Superintendencia. La ley dice que serán equivalentes a un porcentaje de la desviación, multiplicado por el valor del fondo, pero la proporción está por definirse. El regulador también podría excluir a determinados fondos —de un total de 13— de la aplicación de este esquema,

“en función del monto de activos administrados o del tiempo transcurrido desde el inicio de su operación”, dice la ley.

El exsubsecretario de Previsión Social y vicepresidente del Instituto Libertad, Pedro Pizarro, advierte que el margen de influencia de la Superintendencia es relevante: “Si tú quisieras tomar decisiones de *benchmark* en forma política y no técnica, podrías manejar valores, tipos de cambio, plaza para el Estado, etc. Es cosa de poner los límites mínimos y máximos en determinados puntos”, ejemplifica.

De acuerdo con Marco Morales, académico del Departamento de Economía de la U. Diego Portales, entre los aspectos más relevantes destaca el espacio que puede dejar este *benchmark* a las estrategias de inversión individuales. “En la medida en que el número de fondos generacionales y sus correspondien-

tes *tracking errors* (márgenes de desviación) permitan que las AFP tengan suficiente flexibilidad para administrar los fondos, es esperable que haya una competencia sana entre administradores en busca de mayores retornos, manteniendo niveles razonables de riesgo”.

El rol de las AFP

Desde el punto de vista de las administradoras, establecer un *benchmark* único limita la competencia y puede suponer riesgos políticos. Abogan por impulsar un esquema como el de México, donde cada AFP propone su *benchmark*, y la Superintendencia lo autoriza. “Si una AFP llega con un *benchmark* muy ridículo, la autoridad no debe aprobarlo (...). No significa que tendremos ‘lobos de Wall Street’, ya que estas serán fiscalizadas por el regulador”, argumentó en su minuto Paulina Yazigi, cuando era presidenta de la Asociación de AFP. Para este



Joaquín Cortez asumirá próximamente la Superintendencia de Pensiones.



León Fernández lidera la Asociación de AFP, donde siguen de cerca esta definición.

artículo, el gremio optó por no emitir una opinión.

Con todo, esta propuesta al estilo de las “Afores” mexicanas fue planteada desde la industria a Osvaldo Macías, sin una recepción muy positiva. Por eso, la atención está puesta en la conducción que le dará Cortez a esta decisión que, en todo caso, tendrá como insumo principal una asesoría a cargo de la consultora internacional Mercer.

Morales, de la UDP, sostiene que este esquema “no necesariamente logra el objetivo de contrastar el desempeño de los administradores de fondos contra una referencia objetiva y común para todos, lo que podría llevar a que la competencia entre AFP no se dé en la práctica”. También resalta que “genera importantes asimetrías de información entre los afiliados/cotizantes, ya que resulta muy difícil identificar quiénes lo hacen mejor en términos de la relación riesgo-retorno para los ahorrantes”.

Pizarro también ve complejidades. Cree que tener más de

una cartera de referencia operando dificultará el trabajo de fiscalización, considerando además que sus parámetros se deben ir actualizando en forma casi permanente. “Lo que tú podrías hacer es tener un *benchmark*, y ponerle ciertos apéndices. Que tengas un núcleo conductor y tener un par de excepciones”, opina.

Desde el punto de vista del “test” de autonomía que implica esta decisión para Cortez, el exsubsecretario cree que se debe reabrir un debate institucional en torno a la estructura de la entidad. “Todo esto se resuelve con una Superintendencia colegiada. Si hay algo legislativo en materia previsional que tiene que hacer esta administración, al menos en un comienzo, es ir a un ente colegiado. Eso te permite evitar todas estas dudas, porque sus integrantes se mantienen, pasan los gobiernos y se van renovando... No tienes un cambio del cielo a la tierra porque cambiaste un superintendente por otro”.