



Perspectivas

Observatorio de Pensiones
y Mercado Laboral

SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGO

Más flexibilidad para mayores retornos

Octubre 2024



Antecedentes

El régimen de inversiones es uno de los pilares fundamentales en un sistema de capitalización individual, lo que exige que sea una de las partes centrales del debate. En concreto, porque la rentabilidad real promedio entre 1981 y 2024 ha sido de 7,2%, pero en un mundo con tasas de interés más bajas, las proyecciones de rentabilidad para las próximas décadas están aún por debajo de 4%¹.

Un ejercicio simple muestra que, si aumentamos el retorno promedio de los fondos de pensiones en 0,5 puntos porcentuales, después de 40 años la pensión sería un 14% mayor. Esto puede ser perfectamente factible, ya que, en países con regulaciones más modernas, la rentabilidad real de los fondos supera el 7% anual.

Con el incremento de la inversión en activos alternativos las pensiones podrían mejorar en 14% en el largo plazo.

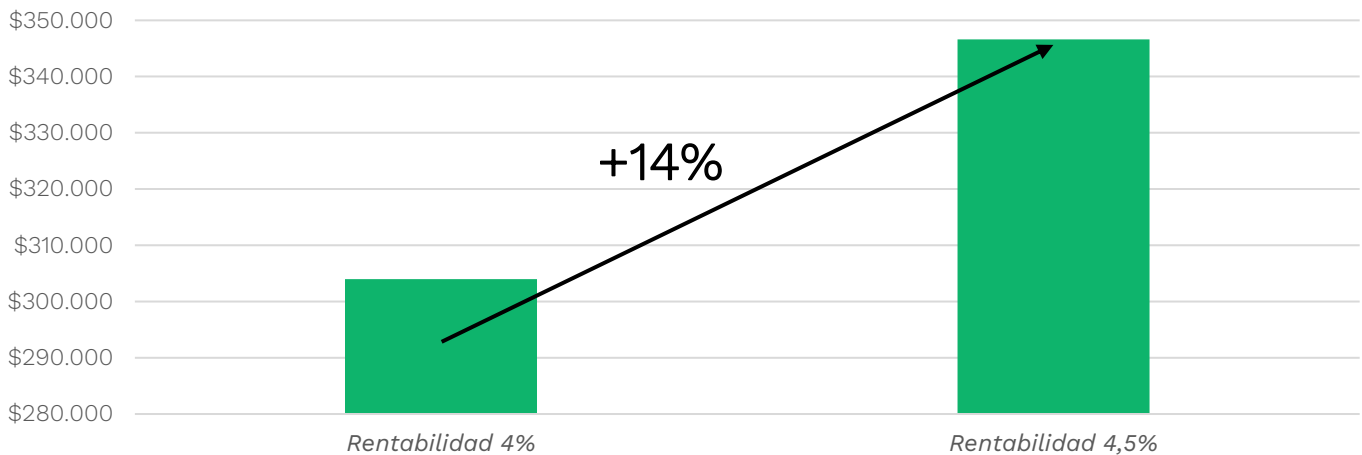


Figura 1: Pensión de un joven de 25 años el 2024 con un sueldo imponible de \$940.000 bajo distintos escenarios de rentabilidad. Fuente: Observatorio Perspectivas con estimaciones propias con base en la Superintendencia de Pensiones.

En nuestro país, el régimen de inversión de límites por clases de activos y emisor data de los comienzos del sistema cuando el desarrollo financiero era mucho menor. Con el paso del tiempo se ha tornado rígido e ineficiente, siendo necesario avanzar hacia uno con medidas de supervisión basada en riesgo.

¹ Según los supuestos de la calculadora de pensiones de la Superintendencia de Pensiones

Autores como Arturo Cifuentes y Bernardo Pagnoncelli², señalan que eliminar o reducir significativamente los límites mínimos y máximos de inversión por clases de activos y usar una medida de riesgo a nivel de portafolio sería mucho más eficiente. Esto es sumamente importante, en especial considerando que los actuales límites han generado comportamientos erráticos de los multifondos al no seguir correctamente su perfil riesgo-retorno. Los comportamientos erráticos se refieren a situaciones en las que las inversiones no siguen la expectativa de que, a largo plazo, las opciones más agresivas generen mayores rendimientos que las más defensivas. En teoría, en un horizonte extendido, el Fondo A (el más agresivo) debería mostrar la mayor rentabilidad acumulada, mientras que el Fondo E (el más defensivo) debería tener la menor.

Siguiendo la metodología de Schlechter, Pagnoncelli y Cifuentes (2019)³, analizamos las rentabilidades acumuladas durante períodos de diez años a lo largo del tiempo. Descubrimos que, en un plazo prolongado, los rendimientos acumulados del Fondo E, el más conservador, superaron a todos los demás fondos, mientras que el Fondo A, el de mayor riesgo, obtuvo el rendimiento más bajo. Esta situación es inesperada. Aunque algunos de estos períodos coinciden con crisis nacionales e internacionales, esto no explica completamente el fenómeno. Estos resultados anómalos nos obligan a reconsiderar las regulaciones del sistema de pensiones.

No es normal que el Fondo E haya tenido rentabilidad acumulada superior a la del Fondo A un 35% del tiempo.

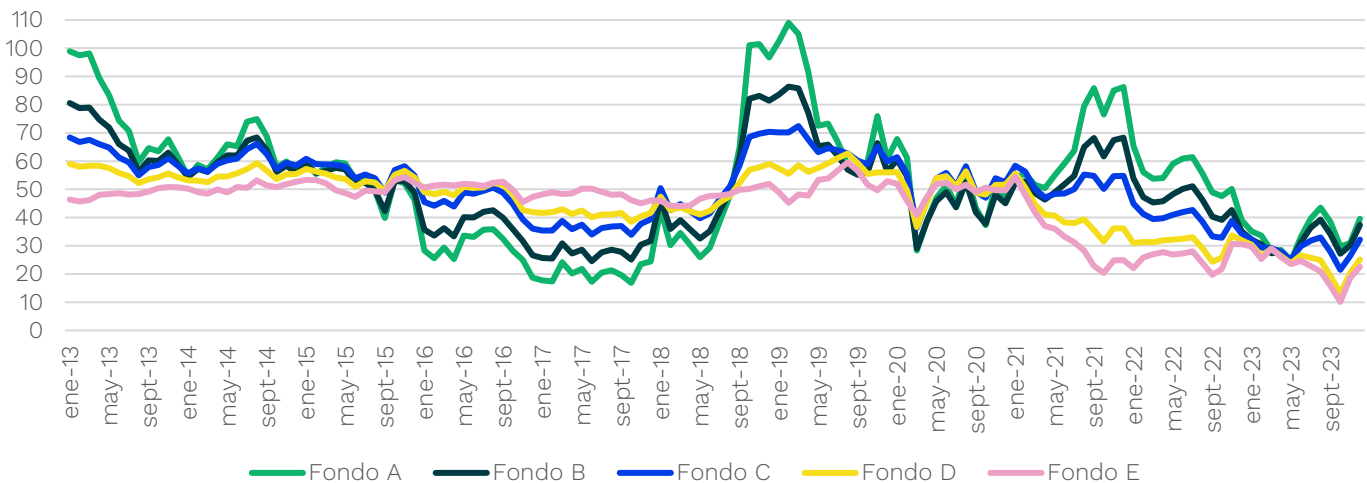


Figura 2: Rentabilidades reales acumuladas en ventanas de diez años (%).

Fuente: Observatorio Perspectivas con datos de la Superintendencia de Pensiones a diciembre de 2023.

² Pagnoncelli, B., Redroban, S. & Cifuentes, A. (2023), A Useful (But Painful) Risk-Management Lesson from the Chilean Pension System.

³ Schlechter, H., Pagnoncelli, B. y Cifuentes, A., (2019). Pension Funds in Mexico and Chile: A Risk-Reward Comparison.



“A largo plazo, los fondos agresivos deberían superar a los defensivos. Sin embargo, en Chile no siempre ha sido así, perjudicando a los jóvenes con perfiles más arriesgados”.

-Gabriel Cestau, director Observatorio Perspectivas.

Límites vs. Supervisión Basada en Riesgo

La gestión del riesgo en los fondos de pensiones se realiza a través de diversificación, regulaciones estrictas, supervisión continua y transparencia, con el objetivo de proteger y asegurar el crecimiento sostenible de los ahorros de los afiliados.

Existen dos enfoques para supervisar las inversiones: la supervisión mediante límites de inversión y la supervisión basada en riesgo. La primera establece reglas específicas sobre cuánto se puede invertir en diferentes tipos de activos y emisores. En cambio, la supervisión basada en riesgo es más flexible, evaluando continuamente los riesgos asociados a las inversiones del fondo. Utiliza herramientas avanzadas para medir riesgos como el de crédito, mercado y liquidez, permitiendo ajustes en tiempo real y mejorando la protección de los ahorros a largo plazo.

La regulación basada en riesgo permite a los fondos de pensiones tener más opciones de inversión que un enfoque rígido basado en reglas. Aunque el supervisor aún puede imponer algunos límites, las autoridades deben asegurarse de que los fondos gestionen bien el mayor riesgo que podrían asumir. Para esto, se necesitan normas que regulen la gestión del riesgo.

En este modelo, las administradoras de fondos son responsables de manejar el riesgo, mientras que la autoridad supervisora revisa y ajusta su control según cómo se gestionen estos riesgos.

Un marco de gestión de riesgos es un proceso continuo que involucra a todos en la organización, desde el directorio hasta el personal. Este proceso ayuda a cumplir con los objetivos, asegurar la eficiencia de las operaciones, la confiabilidad de la información financiera y el cumplimiento de leyes. No se trata de una sola política, sino de un esfuerzo constante que afecta a toda la organización.



"La supervisión basada en riesgo es como un médico que evalúa tu salud. Los límites por activos, como un conserje que sigue reglas sin cuestionarlas".

-Gabriel Cestau, director Observatorio Perspectivas.

En general, se puede afirmar que la supervisión por límites de activos y emisor ha quedado en el pasado, porque es una metodología rígida y poco adaptable a las condiciones cambiantes del mercado financiero. Por ejemplo, podría evitarse invertir en ciertos activos con potencial de alto rendimiento debido a los límites impuestos, mientras se podría estar sobreinvertido en activos de bajo rendimiento, pero considerados "seguros".

Países que han adoptado la supervisión basada en riesgo⁴

Países como Australia, Dinamarca, México y los Países Bajos han sido líderes en la implementación de la supervisión basada en riesgos para los fondos de pensiones, al igual que Hungría y Alemania. Esta supervisión se divide en dos enfoques principales:

- A. Enfoque flexible** (Australia, Dinamarca, Países Bajos): Este modelo no impone estrictamente estructuras internas específicas de gestión de riesgos, sino que establece lineamientos generales al momento del registro inicial. Los supervisores permiten cierta flexibilidad en función del tamaño y naturaleza de la institución. Por ejemplo, en Australia, aunque se requiere un plan de gestión de riesgos, no es obligatorio contar con comités o un Gerente de Riesgo (CRO). En su lugar, se utilizan modelos de scoring para evaluar la capacidad de gestión de riesgos, otorgando mayor supervisión a aquellas instituciones con puntajes bajos.
- B. Enfoque detallado** (México): En contraste, México ha adoptado un modelo más riguroso. Las regulaciones mexicanas exigen la creación de dos comités especializados en riesgos: uno para riesgos operacionales y otro para financieros. Estos comités deben tener al

⁴ Brunner, G. (2016), Risk-Based Supervision of Pensions. Disponible en: [FIAP](#).

Berstein, S. & Chumacero, R. (2012), VaR Limits for Pension Funds: an evaluation. Disponible en: [UChile](#).

BID (2020), Red PLAC: Serie de buenas prácticas. Supervisión de Pensiones. Disponible en: [BID](#).



menos cinco miembros, incluyendo al Gerente General y al CRO, quien dirige una unidad independiente. Además, se requiere un oficial de cumplimiento encargado de garantizar el respeto a las normativas vigentes.

Australia: La supervisión en Australia abarca tanto los fondos de "oferta pública" como los ocupacionales privados. El sistema clasifica los fondos de pensiones según su "amenaza relativa de falla", lo que determina el nivel de respuesta supervisora. Los fondos más grandes reciben una evaluación más rigurosa y activa que los más pequeños.

Dinamarca: En este país, la supervisión basada en riesgos se aplica principalmente a planes ocupacionales voluntarios, que, aunque no son obligatorios, tienen una amplia cobertura debido a acuerdos colectivos. La gradualidad en su implementación ha sido clave para su éxito, lo que ofrece una referencia para otros países, como Chile.

Países Bajos: Aquí, la supervisión de los fondos de pensiones sigue el marco de Solvencia II, que se aplica a las aseguradoras en la Unión Europea. Esta regulación permite evaluar la solvencia mediante herramientas cualitativas y cuantitativas, estableciendo amortiguadores y niveles de capitalización en función del perfil de riesgo de cada entidad.

México: Combina límites por clases de activos con métricas de riesgo como el Valor en Riesgo (VaR), que ayuda a controlar el riesgo de mercado. Investigadores como Solange Berstein y Rómulo Chumacero (2012) han destacado que, en un entorno regulado por VaR, es crucial que los límites de riesgo se alineen con las preferencias del afiliado más que con las de la administradora, para evitar posibles conflictos de intereses.

Reino Unido: El Regulador de Pensiones del Reino Unido no impone una lista rígida de controles internos. En cambio, cada esquema de pensión debe adaptar su sistema de gestión de riesgos a sus propias características y confirmar anualmente la efectividad de sus controles.

Alemania: La Autoridad Federal de Supervisión Financiera (BaFin) supervisa diversos planes de jubilación ocupacional utilizando indicadores de riesgo, pruebas de estrés y modelos de *scoring*. Este sistema sigue el enfoque aplicado en el sector de seguros.

Austria: La Autoridad del Mercado Financiero (FMA) supervisa las Pensionskassen, otorgándoles licencias y asegurándose de que cumplan con los requisitos de suficiencia de capital. La FMA realiza inspecciones y auditorías anuales para asegurar que se mantengan en línea con la normativa.

Hungría: En 2000, Hungría estableció una autoridad integrada para supervisar conglomerados financieros, adoptando la supervisión basada en riesgos en respuesta al creciente protagonismo de la supervisión prudencial. El enfoque ha sido actualizado periódicamente desde entonces.



Macedonia del Norte: Desde 2011, este país ha estado implementando un modelo de supervisión basado en riesgos para optimizar la asignación de recursos y mejorar la gestión de riesgos en los fondos de pensiones.

Canadá: La Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras (OSFI) aplica la supervisión basada en riesgos a los planes de pensiones bajo regulación federal, complementando la regulación provincial con su participación en la Asociación Canadiense de Autoridades Supervisores de Pensiones (CAPSA).

Brasil: La Secretaría Nacional de Fondos de Pensiones de Brasil implementó en 2004 normas de gobernanza y control interno alineadas con las mejores prácticas internacionales. Estas normas promueven controles efectivos y una cultura de gestión basada en riesgos en todos los niveles.

Costa Rica: La Superintendencia de Pensiones (Supen) gestiona un marco basado en riesgos para identificar las entidades que requieren mayor supervisión, asignando recursos de manera eficiente y promoviendo la responsabilidad de los fondos de gestionar sus propios riesgos.

Kenia: La Autoridad de Beneficios de Jubilación (RBA) sigue un modelo de supervisión adaptado de Australia, realizando pruebas de estrés anuales y aplicando un sistema de *scoring* para medir los riesgos de los fondos de pensiones.

Sudáfrica: La Junta de Servicios Financieros (FSB) supervisa los fondos de pensiones mediante un enfoque basado en riesgos que también utiliza un sistema de *scoring*, adaptado del modelo australiano.

Mauricio: Desde 2018, la Comisión de Servicios Financieros (FSC) de Mauricio ha implementado un enfoque de supervisión basado en riesgos que incluye inspecciones regulares y un fuerte enfoque en la gobernanza y la prevención del lavado de dinero.

Varios supervisores permiten que los fondos de pensiones se autoevalúen, revisando su marco de gestión de riesgos y certificando la adecuación de sus controles internos, lo cual es luego verificado por las autoridades. Este proceso es utilizado en países como **Hungría, Polonia, Sudáfrica y Turquía**.

La supervisión tanto dentro como fuera de las instalaciones es una práctica común. En **Hong Kong**, las autoridades revisan los informes de control interno y realizan inspecciones regulares, mientras que en **Turquía y Jamaica**, el control interno se evalúa durante las inspecciones en el establecimiento.

Uno de los principales beneficios de la supervisión basada en riesgos es la flexibilidad que ofrece, además de mejorar el rendimiento de los fondos. De hecho, los países que habían adoptado este enfoque mostraron, en general, mejores rentabilidades en 2023.



Los países con supervisión basada en riesgo, en general, han logrado mejores rendimientos que los fondos de pensiones chilenos.

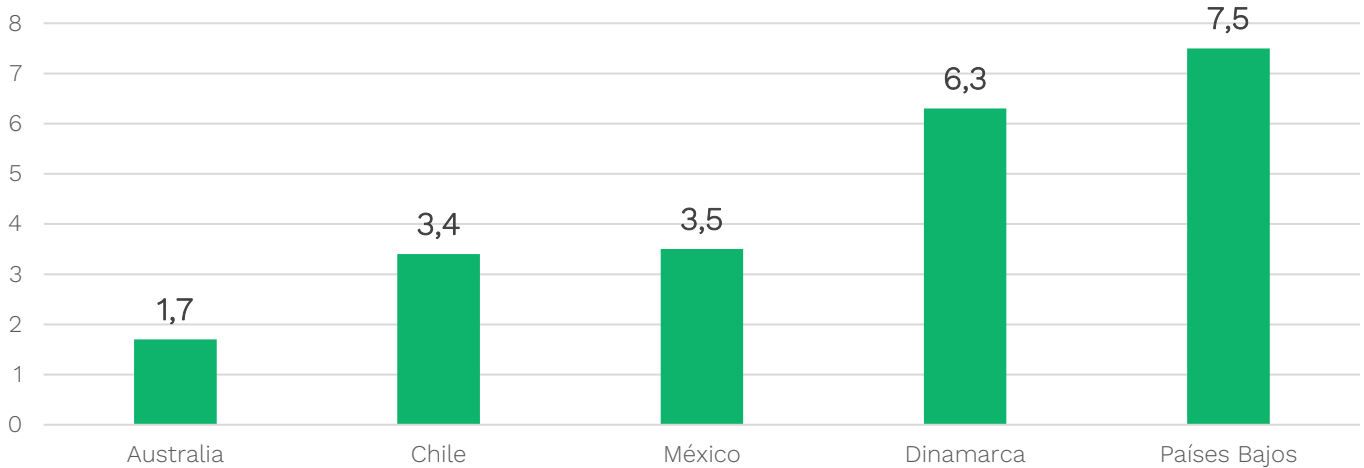


Figura 2. Rentabilidad real y nominal de los fondos de pensiones en países seleccionados en 2023. Fuente: Observatorio Perspectivas con datos Pensions Markets in Focus 2024 (Preliminary 2023 data).

Comentarios Finales

Adoptar una supervisión basada en riesgo para los fondos de pensiones es una decisión respaldada por múltiples estudios, herramientas y manuales de organismos internacionales⁵. Dinamarca, por ejemplo, lo ha implementado gradualmente con éxito. Este enfoque regulatorio ofrece mayor flexibilidad en las inversiones, permitiendo alcanzar fronteras más eficientes. Sin embargo, requiere que la Superintendencia de Pensiones establezca un marco adecuado para gestionar el riesgo.

Finalmente, la evidencia muestra que los sistemas de pensiones con regulaciones basadas en riesgo tienden a lograr mejores rendimientos y se adaptan mejor a la complejidad creciente de los instrumentos financieros⁶.

⁵ Stewart, F. (2010), Pension Funds' Risk-Management Framework: Regulation and Supervisory Oversight.

⁶ Ni Boon et. Al (2014), Pension Regulation and Investment Performance: Rule-Based vs. Risk-Based- Disponible en: [SSRN](https://ssrn.com/abstract=2541111).



Referencias

CONSAR (2018), Risk Based Supervision Methodology, Mexico.

FMA, The Pensionskassen System, <https://www.fma.gv.at/en/pensionskassen/>, Austria.

FSC (2020), Anti-Money Laundering and Combatting the Financing of Terrorism Handbook, Mauricio.

IOPS (2019), Australia Case Study.

IOPS (2018), Canadian Case Study.

IOPS (2012), Dutch Case Study.

IOPS (2012), German Case Study.

IOPS (2012), Hungarian Case Study.

IOPS (2012), Kenyan Case Study.

IOPS (2012), South African Case Study.

IOPS (2019), The Republic of North Macedonia Case Study.

IOPS, Toolkit for Risk-based Supervision. www.iopsweb.org/toolkit/

OECD (2015), Regulation of Insurance Company and Pension Fund Investment.

OECD (2016), Core Principles of Private Pension Regulation.

SUPEN (2023), Marco de Supervisión y Evaluación de Riesgos, Costa Rica.

STEWART, FIONA (2010), Pension Funds' Risk-management Framework: Regulation and Supervisory Oversight, OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 40.

SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGO

Más flexibilidad para mayores retornos

Octubre 2024