

**Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros**  
**Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros**  
**Latin American Shadow Financial Regulatory Committee**

---

**Declaración N°13**

**14 de Julio de 2005**  
**Washington, DC, Estados Unidos**

**HACIENDO RENDIR LOS FONDOS DE PENSIONES EN AMÉRICA LATINA:  
NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA AYUDAR A PROFUNDIZAR  
LOS MERCADOS FINANCIEROS**

**1. Introducción**

A partir de 1981, diez países han reformado sus sistemas de seguridad social pasando gradual o totalmente de un sistema de reparto inter-generacional y solidario a otro de capitalización individual. Como consecuencia, los fondos de pensiones de gestión privada se han ido convirtiendo progresivamente en los principales actores de los mercados de capital nacionales en varias economías latinoamericanas. Los activos que manejan estos fondos han ido aumentando en forma significativa y actualmente representan alrededor de unos 10 puntos porcentuales del PBI en promedio, si bien exceden el 50% del PBI en Chile. Más aún, estos activos continúan creciendo a una tasa de entre 1 y 3 puntos porcentuales del PBI por año (muy por encima del crecimiento del PBI), y se espera que alcancen más del 30% del PBI para el año 2015 en la mayoría de los países. Este volumen es comparable al de la mayoría de los sistemas bancarios de hoy día en la región y superior al de la capitalización combinada de los mercados de acciones y obligaciones comerciales.

Desde los inicios, los fondos de pensiones fueron regulados para así consolidar su seguridad, transparencia e integridad. Como parte de los requisitos reglamentarios se les permitió invertir en cuatro categorías principales de activos: bonos del tesoro, instrumentos del mercado de capitales (acciones y bonos), depósitos bancarios y activos extranjeros con límites variables en los diferentes países. En lo que respecta a instrumentos no bancarios del sector privado, se exigió a los fondos de pensiones que invirtieran solamente en valores bursátiles de emisión pública, sujetos a requisitos mínimos en liquidez y en materia de calificación de riesgo crediticio y otros límites de diversificación. Las reglamentaciones del mercado de capitales importaron en gran medida las normativas de los países industriales. Los límites de inversión en bonos del tesoro solían ser bastante generosos, reflejando no sólo el hecho de que estos activos serían parte de una cartera bien equilibrada sino también porque los gobiernos necesitaban financiar la transición de un régimen de solidaridad generacional a otro de capitalización individual. Los límites de inversión en los depósitos bancarios también resultaban generosos ya que las autoridades anticipaban que los bancos seguirían representando la porción más importante de la financiación, ya que otros mercados se hallaban aún en una etapa muy inmadura. Por el contrario, las asignaciones en activos

extranjeros en todos los países fueron pocas y sólo se han incrementado recientemente en Chile y, en menor escala, en México.

Al revisar esta experiencia, el Comité es consciente de una serie de cuestiones importantes que surgen de la discusión pública sobre costos y beneficios de las reformas a los sistemas de pensiones, incluyendo la todavía muy limitada cobertura de la seguridad social, la percepción de altas comisiones y tasas de operación, la alta concentración de la industria de fondos de pensiones y los costos fiscales y sustentabilidad a largo plazo de la iniciativa de reforma. A pesar de la importancia de estos temas, que han sido abordados con intensidad en otras partes, el Comité ha decidido concentrar este informe en una cuestión más acotada de cómo los fondos de pensión podrían ayudar a profundizar los mercados de capitales nacionales de la región y desempeñar un papel más central en el aumento de la inversión y crecimiento económico.

Surge un problema clave del hecho de que mientras que los activos bajo gestión han aumentado rápidamente **la oferta de ahorros de pensión ha superado la capacidad del mercado para suministrar instrumentos que satisfagan los criterios de inversión reguladores**. Por lo tanto, en la mayoría de los países (con excepción de Chile y Perú) las carteras siguen inclinándose significativamente hacia la deuda pública y depósitos bancarios. En las actuales tendencias, esta brecha parece ampliarse generando el peligro de que la reforma del sistema de pensiones no logrará su máximo potencial en términos de crecimiento e inversión, a la vez que asegura un retorno saludable a los trabajadores. Esto se vuelve aún más importante puesto que una porción significativa de los retornos generados hasta ahora por los fondos de pensión se han consolidado sobre las tasas de interés real –altas pero en caída— que pagan los gobiernos, que se traducían en cupones de alto valor y ganancias de capital a los tenedores de bonos. El Comité no espera que esta combinación coyuntural de hechos se repita en el futuro cercano. De allí que, de ahora en más, el logro de retornos adecuados y seguros representa un enorme desafío.

Parte del problema surge del hecho de que el crecimiento ha sido lento en América Latina, reflejando una demanda de inversión más deprimida. El Comité cree que **una estrategia de crecimiento exitosa se beneficiaría de los actuales fondos de pensiones y facilitaría su desarrollo creando más demanda de sus recursos financieros**.

Sin embargo, los marcos reguladores no conducen a este proceso. Han puesto el énfasis casi exclusivamente en los valores cotizados en Bolsa y emitidos por empresas que cotizan en Bolsa. Esto choca con la realidad de la estructura corporativa en América Latina, que es bien diferente de aquella de los países industriales, estando la primera caracterizada por empresas más pequeñas, privadas, en su mayor parte familiares. En este contexto, la emisión de valores del mercado de capitales está sujeta a costos fijos relativamente más altos (comparados con los préstamos bancarios), requiere reglas de gobernabilidad empresarial más complejas e involucra una amplia difusión de información acerca de la empresa para que los inversores puedan determinar las características de sus riesgo y retorno. Es por eso que las empresas pueden preferir mantener esta información en carácter privado para no enterar al gobierno, a sus competidores y, en algunos casos, inclusive a la actividad delictiva organizada.

Más aún, la reglamentación no adoptó la regla del hombre prudente, típica de los países anglo-sajones, sino que en lugar de ello se apoyó en la adopción de tasas y límites de inversión fijados por la ley, haciendo más costosa y difícil la adaptación de las reglas.

De esta forma, el Comité cree que **el reto está en desarrollar instrumentos financieros que satisfagan las necesidades de inversión de América Latina, de forma compatible con las metas de retorno y seguridad que los ciudadanos exigen en relación a sus fondos de pensión.** El resto de la declaración contiene recomendaciones específicas tanto en términos de instrumentos como de procesos relativos a las políticas.

## **2. Los nuevos instrumentos representan nuevas oportunidades**

El Comité ha identificado **cuatro clases de activos que podrían ayudar a zanjar la brecha entre oferta y demanda de fondos a largo plazo con denominación en moneda local**, algunos de ellos ya existen en ciertos países en un sentido limitado: bonos securitizados, valores hipotecarios, bonos para financiación de infraestructura, y obligaciones de préstamos garantizados.

**Bonos securitizados.** La securitización consiste en transferir reclamos de la institución originaria a una entidad económica y legal separada, llamada vehículo de propósito especial (VPE), a cambio de un pago en efectivo que refleje el valor agregado de estos activos. En el caso de préstamos bancarios, la securitización libera los balances bancarios y les permite seguir prestando. El VPE emite pasivos que representan una participación en la propiedad del conjunto de activos subyacentes y por ello, la entidad que lo origina pasa al VPE el derecho de recibir los pagos. Puede incluso recibir el respaldo adicional del gobierno o de seguros privados.

La securitización se aplica, por lo general, al conjunto de préstamos bancarios, hipotecas y tarjetas de crédito a cobrar. Existen muchos otros instrumentos al cobro tales como préstamos bancarios y no bancarios a consumidores, cultivos agrícolas, ganadería, flujos futuros de capital por costos de educación universitaria o pagos relativos al sector salud, etc., que también podrían ser securitizados y así desempeñar un papel importante en el suministro de una más amplia gama de instrumentos a más largo plazo que podrían ser adecuados para los fondos de pensión. Algunas de estas nuevas oportunidades de securitización han sido puestas en marcha con éxito en países de la región.

Los instrumentos de finanzas estructurados representan una forma de securitización y agrupación de riesgos que permite crear clases de activos con diferentes perfiles de riesgo y retorno. Los instrumentos de finanzas estructurados cortan los pasivos de VPE en diferentes tramos o paquetes, creando una estructura jerárquica de capital que incluye una secuencia de tipo capital subordinado señor para la distribución de ingresos. La información asimétrica y diferentes gustos en cuanto al riesgo entre los inversores o grupos de inversores generan oportunidades para la agrupación de activos y los cortes de pasivos en tramos: los inversores menos informados y/o con más aversión al riesgo, tienden a adquirir tramos principales mientras que los más informados y/o con menor aversión al riesgo, prefieren los tramos subordinados. También se pueden crear los tramos a medida sobre la base de la demanda de inversores institucionales específicos que resultan rentables si el agente que lo organiza es capaz de practicar una discriminación de precios en mercados segmentados.

Para financiar la adquisición de las obligaciones de la deuda, el VPE emite pasivos calificados y no calificados, llamados tramos, o clases con diferente jerarquía. El número de tramos puede variar según la manera en que le sea reasignado el riesgo a los inversores.

**Valores hipotecarios.** Los fondos de pensión deberían desempeñar un papel importante en el crecimiento de la industria hipotecaria en América Latina, ayudando así a fortalecer la industria financiera de los bienes inmobiliarios. Los bancos tienden a escaparle a este mercado de largo plazo debido a que los riesgos que plantea el crédito y las tasas de interés de los activos hipotecarios no se conjugan con sus balances. Sin embargo, la naturaleza de los pasivos de los fondos de pensión les permite manejar mejor estos riesgos y ofrecer a la industria hipotecaria financiación a largo plazo. En este sentido, resulta útil distinguir tres tipos de valores hipotecarios: bonos hipotecarios, títulos de obligación hipotecaria y las obligaciones hipotecarias garantizadas.

- Bonos hipotecarios, letras hipotecarias, cédulas hipotecarias: el emisor de estos valores—un banco comercial, universal o hipotecario—mantiene las hipotecas como activos en su balance. Los inversores, que tienen bonos hipotecarios que representan pasivos del emisor, tienen una reclamación prioritaria sobre la garantía en caso de bancarrota. En algunos casos, estos bonos se reajustan según la inflación. Normalmente se comercializan en la Bolsa y —siempre y cuando los bancos sean solventes—resultan adecuados para la inversión de fondos de pensión. La experiencia chilena muestra que esto ha funcionado de manera eficiente.
- Títulos de obligación hipotecaria (MBS por sus siglas en inglés): también conocidos como “pass-through MBS”. Este tipo de título otorga a los inversores pagos ligados a los flujos de caja de un conjunto de hipotecas. Constituye un instrumento bancario “fuera del balance” (las hipotecas se retiran del balance del banco y se colocan en un vehículo separado) Así, por lo general, el banco no acarrea el riesgo financiero de las hipotecas y los inversores no están expuestos al riesgo empresarial del banco. Por lo tanto, estos títulos requieren una calificación más avanzada así como sistemas de monitoreo para proteger el interés de los inversores.
- Obligaciones hipotecarias garantizadas (CMO) Se trata de un instrumento que corta el conjunto de hipotecas en tramos. En Colombia, la IFC creó un vehículo a tales efectos llamado Titularizadora de Colombia (Hitos), junto con cinco bancos hipotecarios líderes como una empresa MBS para securitizar préstamos por viviendas. Los préstamos incluyeron préstamos VIS garantizados por el gobierno (préstamos sociales para vivienda para el sector de bajos ingresos) y préstamos no VIS. Hitos emite títulos llamados TIPS que se dividen en tramos o paquetes con diferentes calificaciones crediticias y términos. Algunos de ellos son adecuados para las inversiones de los fondos de pensión y otros inversores institucionales como las compañías de seguros.

**Bonos para la financiación de infraestructura.** En América Latina ha crecido la demanda de financiación para infraestructura (energía, transporte, saneamiento, sistemas de suministro de agua y alcantarillado y telecomunicaciones) y se espera que continúe creciendo de manera significativa. Por ejemplo, el desarrollo de los mercados asiáticos requerirá la reorientación de los proyectos en materia de transporte hacia el Océano Pacífico. Los arreglos más populares resultan ser los contratos de concesión según los cuales una empresa privada se hace responsable de financiar, construir y operar un activo de infraestructura durante un tiempo fijo o flexible que puede llegar a abarcar tanto como 20 a 30 años. Al aumentar la presión sobre los presupuestos públicos, existe una profunda preocupación de que el volumen de inversión termine siendo mucho menor, salvo que se aprovechen fuentes de financiación no públicas, adicionales. Los proyectos de infraestructura requieren financiación a largo plazo, cosa que los mercados financieros privados y nacionales por lo general no pueden ofrecer.

Algunas de las demandas del financiamiento para infraestructura son características deseables para los activos de fondos de pensión: duración de largo plazo y moneda local. Esto crea una oportunidad para la diversificación de las inversiones de los fondos de pensión. Más aún, una mejora de la infraestructura podría beneficiar de manera indirecta a los fondos de pensión, estimulando el crecimiento económico y aumentando el empleo, lo cual aportaría mayores contribuciones a las carteras de fondos de pensión. Chile constituye un ejemplo interesante de cómo los fondos de pensiones han contribuido a financiar infraestructura; en la primera mitad de la década del noventa, estas inversiones tomaron la forma tanto de acciones cotizadas en bolsa como bonos y contribuyeron en forma sustancial al rendimiento de los fondos de pensión. Además, los fondos de pensión chilenos han invertido en Bonos de Infraestructura emitidos por empresas concesionarias privadas, así como acciones en Fondos de Inversión Inmobiliarios y de Desarrollo de Empresas, con garantías contra riesgos de construcción y operación, con una calificación AAA; esta garantía la otorgan empresas de seguros privadas.

**Obligaciones de Préstamos Garantizados.** Uno de los desafíos más significativos para los mercados latinoamericanos es poner a disposición del sector privado créditos a mediano y largo plazo en moneda local, en especial en el caso de las empresas pequeñas y medianas (PYMEs). Los bancos se han mostrado renuentes, y con razones fundamentadas, a extender crédito a solicitantes que plantearían más riesgos y por períodos más largos. Dada la forma tan limitada en que se ha venido ofreciendo el crédito, éste se ha manifestado en los balances de los bancos en forma de préstamos, obstaculizando la capacidad de otorgar préstamos adicionales.

Recomendamos instrumentos financieros estructurados llamados Obligaciones de Préstamos Garantizados (CLO), un desarrollo específico dentro de las finanzas estructuradas que apunta a la securitización de los préstamos bancarios, y a liberar los balances de los bancos para permitir préstamos adicionales.

Los CLOs se crean securitizando un conjunto de préstamos bancarios que sirven como garantía; el tamaño del conjunto puede incluir 100 préstamos o más, grandes y pequeños, con o sin garantía, abarcando una gran variedad de industrias. Los CLOs emiten paquetes con diferente antigüedad, duración y por ende, riesgo. La vida promedio de los paquetes varía, siendo el paquete más antiguo el menos riesgoso y normalmente teniendo la duración más corta. El banco que lo origina mantiene el paquete más riesgoso (el paquete de patrimonio) en su balance para asegurar que se cumpla con los incentivos correctos. Aún cuando el CLO esté integrado totalmente con préstamos de calificación por debajo del riesgo de inversión, la calificación crediticia de los paquetes por lo general varía de AAA a BB junto con el patrimonio no calificado. De este modo, los CLOs pueden transformar de manera efectiva todo préstamo riesgoso—esencial para el crecimiento del sector empresarial—convirtiéndolo en una combinación de activos libres de riesgo de inversión muy adecuados para los fondos de pensión y activos de alto riesgo adecuados para otros inversores.

Constituyen estructuras complejas y requieren las destrezas y sofisticación de instituciones tales como las agencias calificadoras, agentes en créditos consorciales internacionales e inversores. Según tenemos entendido, dichos productos no existen en América Latina hoy día.

### 3. Se requieren reformas en materia de regulación

El marco regulador de los fondos de pensión en América Latina se basa en límites cuantitativos sobre los activos, estableciéndose porciones mínimas y/o máximas por tipo de activo. Este tipo de regulación vinculante impide que los gestores de fondos de pensión puedan aprovechar las oportunidades que ofrecen nuevos instrumentos, como los que se han descrito anteriormente.

Para permitir que los fondos de pensión inviertan en estas nuevas clases de activos, es necesario adaptar la legislación y reglamentaciones en muchos países. En particular, el Comité cree que **se debe permitir a los fondos de pensión invertir en instrumentos que, en algunos casos, puedan no ser ofrecidos o negociados públicamente en las bolsas de valores, siempre y cuando su anuncio adecuado y la transparencia operativa permitan una auditoría externa apropiada.**

El permitir a los fondos de pensión mantener carteras de activos más diversificadas, a expensas de los bonos del tesoro, también contribuiría a fortalecer la disciplina fiscal. **El Comité cree que de aumentar la porción de activos extranjeros en las carteras de los fondos de pensión, se ayudaría a diversificar y gestionar mejor los riesgos,** especialmente en países donde los límites son muy bajos o llegan a cero. Aumentar la porción de activos extranjeros que podrían tener los fondos de pensión, contribuye a reducir los efectos secundarios no deseados sobre los precios de los activos internos. Sin embargo, se debe actuar con precaución puesto que incluso un leve cambio en los títulos que posean en moneda extranjera puede traducirse en cambios repentinos y considerables en los flujos de capitales que exacerben los desequilibrios macro-económicos.

A modo de precaución, el Comité reconoce que, a pesar de los cambios propuestos en materia de reglamentación, aún es probable que persistan una serie de factores de riesgo. En particular, los factores de riesgo actuales incluyen: (1) tamaño: los fondos de pensión son actores muy importantes en los mercados financieros locales mientras que otros inversores tales como las compañías de seguros y los fondos mutuos son por lo general mucho más pequeños; (2) concentración: la experiencia demuestra que esta industria tiende a concentrarse en unas pocas instituciones; (3) carteras homogéneas: la reglamentación en muchos países ha llevado a que los fondos de pensión tengan carteras similares, mitigados en algunos casos por el enfoque de fondos múltiples.

Además, los mercados financieros se pueden ver seriamente distorsionados por los cambios—o las expectativas de cambios inminentes—en las reglamentaciones de cartera de los fondos de pensión. Un ejemplo claro de tal riesgo lo aporta la reciente experiencia argentina, donde el porcentaje de bonos del tesoro en la cartera de los fondos de pensión fue aumentado en forma contundente. Podrían presentarse riesgos similares cuando el porcentaje de acciones o títulos en moneda extranjera se vea sujeto a cambios drásticos.

### 4. Una estrategia exitosa requiere de un renovado proceso en materia de políticas

El Comité cree que **para desarrollar estos mercados financieros es importante que los países adopten un proceso en materia de políticas que identifique oportunidades y obstáculos y que aborde de manera integral las diferentes partes del marco legal, regulador e institucional.** Esto exige coordinación y confianza entre los diferentes grupos de interés incluyendo a los trabajadores, administradores de fondos de pensión, reguladores,

participantes del mercado, empresas, autoridades gubernamentales y representantes parlamentarios.

En la medida en que tales procesos se vuelvan efectivos con el correr del tiempo, los países podrían estudiar la posibilidad de que las reglamentaciones relativas a fondos de pensión se orientaran hacia las reglas típicas del hombre cauteloso, a medida que las instituciones evolucionan y la experiencia así lo permita. Con una perspectiva a más largo plazo, la región podría beneficiarse de la armonización de las normativas relativas a fondos de pensión. Esto reduciría las oportunidades de arbitraje regulador, estimularía la competencia en la industria de los fondos de pensión a través de la región y, a la larga, incluso permitiría a los pensionistas hacer uso de los servicios de fondos de pensión en otros países.

Como camino posible hacia un proceso integral en materia de políticas, los países podrían establecer una Comisión para el Desarrollo del Mercado Financiero (FMDC) con la participación de todo el electorado involucrado y con una secretaría técnica que tuviera el mandato de estudiar las propuestas en profundidad. Su análisis debería incluir la viabilidad de la iniciativa propuesta y su compatibilidad con el interés público para asegurar la transparencia necesaria y la responsabilidad a lo largo del proceso. Se espera que la FMDC fomente un entorno de participación, confianza y credibilidad que facilitará la discusión parlamentaria y la aprobación de las reformas propuestas. Puesto que muchos países de la región enfrentan problemas similares, sugerimos que se realice un intercambio más vigoroso de las experiencias. El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF) podrían facilitar este proceso.

## 5. Riesgos fiscales

Al concentrarnos en el papel potencialmente beneficioso de los fondos de pensión en el desarrollo de los mercados de capital internos, es importante reconocer las implicaciones fiscales y financieras que surgen en la transición de un sistema de reparto inter-generacional a otro de capitalización individual. En particular, la mayoría de las reformas de la seguridad social se realizaron con la idea de que, puesto que su implementación mejoraría la solvencia inter-temporal del sector público, el mercado de capitales gustosamente financiaría las crecientes exigencias en materia de préstamos resultantes de la transición. Tal visión, sin embargo, pudo haber sido muy ingenua, puesto que el mercado de capitales no consideró el endeudamiento por bonos como sustituto total de las obligaciones en materia de pensiones, anteriormente no registradas.

Más aún, como las consideraciones de liquidez en los mercados de capitales desempeñaban un papel efectivamente central en las finanzas de los mercados emergentes, las mayores exigencias de préstamos --consecuencia de las dinámicas de transición de las reformas de la seguridad social-- aumentaban el riesgo país y, en algunos casos, pueden haber contribuido al fenómeno de detención súbita que llegó a plagar los mercados emergentes a fines de los años noventa. En el caso de Argentina, por ejemplo, la dinámica de transición de la reforma en el sistema de pensiones representó casi la mitad del aumento de la deuda pública entre 1993 y 2000, y una proporción aún mayor de las necesidades de préstamo del sector público.

Sobre la base de estas observaciones, el Comité recomienda que en la medida que se vayan implementando las reformas en la seguridad social, **se preste cuidadosa atención a la capacidad que tiene la política fiscal de responder a los retos de la transición.** Además, sugiere que la financiación multilateral tiene el rol potencial de asegurar que las reformas en

materia de pensiones sean financieramente sustentables y maximicen sus contribuciones para el desarrollo de los mercados de capital internos.

---

El Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (LASFRC) reconoce con gratitud el apoyo financiero de CAF, del Center for Global Development, FELABAN, del Open Society Institute, y del Banco Mundial por financiar su reunión en Washington. El Comité expresa su reconocimiento a la contribución del Profesor Akash Deep de la Universidad de Harvard en la preparación del documento de referencia. El Comité es totalmente independiente y autónomo en la redacción de sus declaraciones.