BOLETÍN N° 13.959-13-1

INFORME DE LA COMISIÓN DE TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL, RECAÍDO EN EL PROYECTO DE LEY QUE REGULA LOS CAMBIOS DE FONDOS DE PENSIONES.

HONORABLE CÁMARA:

Vuestra **Comisión de Trabajo y Seguridad Social** pasa a informar, en primer trámite reglamentario, sobre el proyecto de ley del epígrafe, en primer trámite constitucional, iniciado en Mensaje de S.E., el Presidente de la República, contenido en el Boletín **N° 13.959-13**, con urgencia calificada de **"SUMA".**

A las sesiones que vuestra Comisión destinó al estudio de la referida iniciativa legal asistieron el señor **Ignacio Briones Rojas**, ex Ministro de Hacienda; el señor **Rodrigo Cerda Norambuena**, Ministro de Hacienda; el señor **Patricio Melero Abaroa**, Ministro del Trabajo y Previsión Social; el señor **Fernando Arab Verdugo**, Subsecretario del Trabajo; los señores **Mario Marcel Cullell**, Presidente del Banco Central; **Joaquín Vial Ruiz-Tagle**, Vicepresidente del Banco Central de Chile, ambos acompañados por la señora Solange Berstein, Gerenta División Política Financiera, y los señores Juan Pablo Araya, Fiscal; Gabriel Aparici, Gerente Infraestructura y Regulación Financiera, y Fernando Coulon, Gerente de Informática; **Joaquín Cortés Huerta**, Presidente de la Comisión del Mercado Financiero (CMF), junto a la señora Gabriela Gurovich, Jefa de Gabinete y los señores José Antonio Gaspar, Director General Jurídico, y Patricio Valenzuela, Director General Regulación de Conducta de Mercado; y el señor **Osvaldo Macías Muñoz**, Superintendente de Pensiones, acompañado por los señores Mario Valderrama Venegas, Fiscal; Eugenio Salvo Cifuentes, Analista Senior de Investigación, y las señoras Consuelo Saenz, Jefa de Gabinete y Pamela Jimeno, Jefa Unidad de Comunicaciones; **Francisco Del Río Correa**, asesor legislativo del Ministerio del Trabajo y Previsión Social y **José Riquelme González**, asesor legislativo del Ministerio de Hacienda.

I.- CONSTANCIAS REGLAMENTARIAS PREVIAS.

1.- Origen y urgencia.

La iniciativa tuvo su origen, como se ha dicho precedentemente, en un Mensaje de S.E. el Presidente de la República, contenido en el Boletín **N° 13.959-13**, con urgencia calificada de "**SUMA**".

2.- Discusión general.

El proyecto fue **rechazado** en general, en la sesión ordinaria del día 20 de abril del año en curso, por 6 votos a favor, 7 en contra y ninguna abstención.

Votó a favor la diputada señora **Flores**, doña Camila -en reemplazo del diputado señor Durán, don Eduardo- y los diputados señores **Barros**, don Ramón; **Eguiguren**, don Francisco; **Labbe**, don Cristián; **Molina**, don Andrés y **Sauerbaum**, don Frank-. En contra votaron las diputadas señoras **Sandoval**, doña Marcela; **Sepúlveda**, doña Alejandra; y **Yeomans**, doña Gael y los diputados señores **Jiménez**, don Tucapel; **Labra**, don Amaro; **Saavedra**, don Gastón y **Silber**, don Gabriel

3.- Disposiciones calificadas como normas orgánicas constitucionales o de quórum calificado.

A juicio de vuestra Comisión, no existen en el proyecto que se somete a consideración de la Sala normas que revistan el carácter de orgánicas constitucionales, pero sus disposiciones requieren ser aprobadas por quórum calificado de conformidad con lo dispuesto por el artículo 19 N° 18 de la Constitucional Política del Estado, en atención a que inciden en materias propias de la seguridad social.

4.- Diputado Informante.

La Comisión designó a don **Ramón Barros Montero**, en tal calidad.

II.- ANTECEDENTES GENERALES.

1.- Consideraciones preliminares.

Hace presente S.E. el Presidente de la República, en el Mensaje que da origen al proyecto de ley en Informe, que el monto de las pensiones de vejez ha sido un motivo de preocupación transversal en los últimos años, lo cual se ha visto reflejado en el debate público e iniciativas de reformas legales.

Agrega que dicha preocupación se ha agudizado en los últimos meses a raíz de la volatilidad que han mostrado los mercados financieros nacionales e internacionales.

Hace presente, a continuación, que la caída generalizada de los mercados tiene un impacto directo en la rentabilidad de los fondos de pensiones, provocando una disminución de los ahorros previsionales de las personas y, en consecuencia, pensiones más bajas para quienes son afectados por dichas caídas. Atendido lo anterior, señala, es importante resguardar el sistema de elementos que puedan tener efectos negativos en los afiliados y los mercados.

Por su parte, añade, la inversión de los fondos previsionales juega un rol fundamental para el mercado financiero en su conjunto, ya que representan una gran proporción de los activos totales del mercado (en Chile, alrededor del 30% del total de acciones y bonos del Estado están en manos de

fondos de pensiones), resultando indispensable resguardar su buen funcionamiento para el beneficio de los afiliados y del sistema financiero en general.

En este contexto, continúa el Mensaje, en el último tiempo, se han efectuado solicitudes masivas de transferencias del valor de las cuentas individuales de capitalización de los afiliados, entre los distintos tipos de fondos de pensiones. Es así como la proporción de afiliados que se ha cambiado de fondo ha aumentado notablemente. A modo de ejemplo, el año 2014, solo un 6,3% de los afiliados se cambió de fondo, mientras que en 2019 dicha proporción aumentó a 17,7% (llegando incluso al 18,7% de los afiliados el año 2018).

Asimismo, hace presente que esto ha sido motivo de preocupación para los distintos órganos reguladores, ya que dichos movimientos de fondos han implicado en muchos casos la venta masiva de instrumentos financieros para la compra de otros, provocando un aumento en la volatilidad del mercado y, en consecuencia, una alteración de los precios y el tipo de cambio de divisas. Concretamente, en cuanto a este último punto, los movimientos a fondos más riesgosos (desde el tipo E al tipo A), aumenta la demanda de monedas extranjeras y deprecia la moneda local.

En este sentido, precisa el Mensaje, se ha señalado que el traspaso frecuente de fondos tiende a aumentar la volatilidad en los mercados financieros, y grandes volúmenes de traspasos de fondos en la misma dirección pueden incluso mover los mercados e impactar los precios mucho más allá de los fundamentales. Estos impactos pueden tener efectos en cadena sobre la estabilidad del mercado, los tipos de cambio y otras variables macroeconómicas.

Además del impacto en el mercado financiero, añade, se ha concluido que los traspasos tienen un efecto negativo relevante en el monto de las pensiones de las personas. El informe “*Effects of fund switches for Chilean pension members and their macroeconomic/financial impact*”, realizado este año por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (“OCDE”) sobre el sistema de pensiones en Chile, señala que los cambios frecuentes reducen los retornos individuales. En particular, el informe advierte que en Chile cada traspaso adicional redujo el retorno en 62 puntos base; además, si se compara a quienes se han cambiado de fondo desde 2014, con respecto a aquel fondo sugerido según su edad, un 72,6% de ellos habría tenido un mejor retorno sin el cambio (4,4% de retorno acumulado). Por tanto, los cambios masivos de fondos no solo impactan el mercado financiero, sino que también perjudican a los afiliados que han seguido estrategias de cambio de fondos, sin seguir el fondo sugerido según su edad.

Además, agrega, existe un efecto de distorsión de la composición de portafolio de inversiones de los fondos de pensiones, aumentando la proporción de activos de mayor liquidez, en detrimento de activos menos líquidos y más rentables en el largo plazo, reduciendo la rentabilidad de los fondos y, por lo tanto, las pensiones de los afiliados.

Finalmente, hace presente que actualmente el artículo 32 del decreto ley N° 3.500, de 1980, establece que los afiliados de Administradoras de Fondos de Pensiones pueden realizar libremente transferencia de sus cuotas, ya sea de cuenta de capitalización individual o de ahorro voluntario, entre tipos de fondos.

2.- <u>Fundamentos del proyecto de ley</u>

Argumenta el Mensaje que permitir el traspaso entre fondos de pensiones es fundamental para otorgarle a los afiliados la posibilidad de ajustar sus ahorros previsionales de acuerdo a su perfil de riesgo. Sin embargo, debe considerarse que las inversiones financieras del sistema de pensiones se enfocan en obtener retornos en el largo plazo y no en el corto, lo que justifica una especial regulación al efecto que imponga ciertas restricciones al ejercicio de esta facultad.

Por consiguiente, añade, para proteger la estabilidad del mercado y evitar pérdidas que se terminen reflejando en una disminución de las pensiones, es necesario limitar la cantidad de traspasos que pueden realizar los afiliados entre los distintos fondos de pensiones.

Así, manifiesta, ha sido refrendado por la OCDE, el Consejo de Estabilidad Financiera, el Banco Central de Chile, la Comisión para el Mercado Financiero y la Superintendencia de Pensiones, en distintas ocasiones, entre las cuales se encuentran las sesiones de la Comisión de Hacienda de la H. Cámara de Diputados (en marco de la discusión del proyecto de ley que Modifica las leyes N°s 18.045 y 18.046, para establecer nuevas exigencias de transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de los mercados, boletín N° 10.162-05) y el informe “Effects of fund switches for Chilean pension members and their macroeconomic/financial impact” de la OCDE.

3.- <u>Contenido del proyecto.</u>

El proyecto de ley reemplaza el inciso tercero del artículo 32 del decreto ley N° 3.500, de 1980, que establece nuevo sistema de pensiones, para los efectos de sujetar las transferencias del valor de las cuotas de los afiliados a otro tipo de Fondo, a los plazos y procedimientos que establezca una norma de carácter general emitida por la Superintendencia de Pensiones, señalando que dicha norma no podrá establecer plazos superiores a 30 días corridos contados desde que la Administradora de Fondos de Pensiones reciba la respectiva solicitud de cambio.

Adicionalmente, el proyecto de ley establece que dicha norma deberá restringir las mencionadas transferencias mediante una de las siguientes limitaciones:

a) Estableciendo que tales transferencias solo se podrán efectuar hacia tipos de Fondos adyacentes en su denominación, sin límite de transferencias por año; o

b) Estableciendo que tales transferencias no se podrán efectuar más de dos veces dentro de un año calendario, sin límite respecto de fondos adyacentes.

Por último, el proyecto establece que las limitaciones del párrafo anterior no se aplicarán a la cuenta de ahorro voluntario, cuenta de cotizaciones voluntarias y depósitos convenidos, ni respecto de los afiliados al momento de pensionarse, quienes, en caso de aplicar el literal a) anterior, solo podrán optar sin restricción por los Fondos C, D y E.

III.- MINUTA DE LAS IDEAS MATRICES O FUNDAMENTALES DEL PROYECTO.

En conformidad con el N° 1 del artículo 287 del Reglamento de la Corporación y para los efectos de los artículos 69 y 73 de la Constitución Política de la República, como, asimismo, de los artículos 24 y 32 de la Ley Nº 18.918, Orgánica Constitucional del Congreso Nacional, cabe señalar que la idea matriz o fundamental del proyecto es regular los cambios de fondos de pensiones

Tal idea matriz se encuentra desarrollada en el proyecto sometido al conocimiento de esta Comisión en un artículo único permanente y uno transitorio.

IV.- ARTICULOS CALIFICADOS COMO NORMAS ORGÁNICAS CONSTITUCIONALES O DE QUORUM CALIFICADO.

A juicio de vuestra Comisión, no existen en el proyecto que se somete a consideración de la Sala normas que revistan el carácter de orgánicas constitucionales, pero sus disposiciones requieren ser aprobadas por quórum calificado de conformidad con lo dispuesto por el artículo 19 N° 18 de la Constitucional Política del Estado, en atención a que inciden en materias propias de la seguridad social.

V.- DOCUMENTOS SOLICITADOS Y PERSONAS RECIBIDAS POR LA COMISIÓN.

A las sesiones que vuestra Comisión destinó al estudio de la referida iniciativa legal asistieron el señor **Ignacio Briones Rojas**, ex Ministro de Hacienda; el señor **Rodrigo Cerda Norambuena**, Ministro de Hacienda; el señor **Patricio Melero Abaroa**, Ministro del Trabajo y Previsión Social; el señor **Fernando Arab Verdugo**, Subsecretario del Trabajo; los señores **Mario Marcel Cullell**, Presidente del Banco Central; **Joaquín Vial Ruiz-Tagle**, Vicepresidente del Banco Central de Chile, ambos acompañados por la señora Solange Berstein, Gerenta División Política Financiera, y los señores Juan Pablo Araya, Fiscal; Gabriel Aparici, Gerente Infraestructura y

Regulación Financiera, y Fernando Coulon, Gerente de Informática; **Joaquín Cortés Huerta**, Presidente de la Comisión del Mercado Financiero (CMF), junto a la señora Gabriela Gurovich, Jefa de Gabinete y los señores José Antonio Gaspar, Director General Jurídico, y Patricio Valenzuela, Director General Regulación de Conducta de Mercado; y el señor **Osvaldo Macías Muñoz**, Superintendente de Pensiones, acompañado por los señores Mario Valderrama Venegas, Fiscal; Eugenio Salvo Cifuentes, Analista Senior de Investigación, y las señoras Consuelo Saenz, Jefa de Gabinete y Pamela Jimeno, Jefa Unidad de Comunicaciones; y los señores **Francisco Del Río Correa**, asesor legislativo del Ministerio del Trabajo y Previsión Social y **José Riquelme González**, asesor legislativo del Ministerio de Hacienda.

VI.- ARTICULOS DEL PROYECTO DESPACHADO POR LA COMISION QUE DEBEN SER CONOCIDOS POR LA COMISION DE HACIENDA.

A juicio de la Comisión, el proyecto de ley rechazado no debe ser conocido por la Comisión de Hacienda, pues sus normas no implican gastos ni inciden en materias presupuestarias o financieras del Estado.

VII.- DISCUSIÓN GENERAL

Para iniciar el estudio del proyecto, la Comisión recibió, de forma telemática, en su sesión de fecha **18 de enero** del año en curso, a los señores **Ignacio Briones Rojas**, a la fecha Ministro de Hacienda; **Joaquín Vial Ruiz-Tagle**, Vicepresidente del Banco Central de Chile; **Joaquín Cortés Huerta**, Presidente de la Comisión del Mercado Financiero (CMF); **Osvaldo Macías Muñoz**, Superintendente de Pensiones y a los señores **Francisco Del Río Correa**, asesor legislativo del Ministerio del Trabajo y Previsión Social y **José Riquelme González**, asesor legislativo del Ministerio de Hacienda.

En primer lugar, el ministro señor **Briones**, como preámbulo, manifestó que el monto de las pensiones de vejez ha sido un motivo de preocupación transversal en los últimos años, lo cual se ha visto reflejado en el debate público e iniciativas de reformas legales. Dicha preocupación, continuó el señor ministro, se ha agudizado en los últimos meses a raíz de la volatilidad que han mostrado los mercados financieros nacionales e internacionales. La caída generalizada de los mercados tiene un impacto directo en la rentabilidad de los fondos de pensiones, provocando una disminución de los ahorros previsionales de las personas y, en consecuencia, pensiones más bajas para quienes son afectados por dichas caídas.

Asimismo, hizo presente que, en el último tiempo, se han efectuado solicitudes masivas de transferencias del valor de las cuentas individuales de capitalización de los afiliados, entre los distintos tipos de fondos de pensiones. Es así como la proporción de afiliados que se ha cambiado de fondo ha aumentado notablemente.

A modo de ejemplo, expuso el señor **Briones**, el año 2014, solo un 6,3% de los afiliados se cambió de fondo, mientras que en 2019 dicha

proporción aumentó a 17,7% (llegando incluso al 18,7% de los afiliados el año 2018). Dichos movimientos de fondos han implicado en muchos casos la venta masiva de instrumentos financieros para la compra de otros, provocando un aumento en la volatilidad del mercado y, en consecuencia, una alteración de los precios y el tipo de cambio de divisas. Concretamente, en cuanto a este último punto, los movimientos a fondos más riesgosos (desde el tipo E al tipo A), aumenta la demanda de monedas extranjeras y deprecia la moneda local.

En cuanto a los efectos de los cambios masivos de fondos, el señor **Briones** informó que se ha señalado que el traspaso frecuente de fondos tiende a aumentar la volatilidad en los mercados financieros, y grandes volúmenes de traspasos de fondos en la misma dirección pueden incluso mover los mercados e impactar los precios mucho más allá de los fundamentales.

Adicionalmente, afirma, el informe: “Effects of Fund Switches for Chilean pension members and their macroeconomic/financial impact” , realizado por la OCDE en agosto de 2020 concluye que:

1- Los cambios frecuentes reducen los retornos individuales;
2- En Chile cada traspaso adicional redujo el retorno en 62 puntos base;
3- Si se compara a quienes se han cambiado de fondo desde 2014, con respecto a aquel fondo sugerido según su edad, un 72,6% de ellos habría tenido un mejor retorno sin el cambio (4,4% de retorno acumulado).

Asimismo, el señor **Briones** sostuvo que 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 recomendación, comportamiento conocido como *front-running*. Cambios masivos y frecuentes tienden a aumentar este conflicto de interés, lo cual reduce la confianza en los agentes de mercado y, por ende, repercute en la liquidez y competencia en el mercado financiero.

A su vez, el señor **Ministro** manifestó que la experiencia internacional refleja que regular la frecuencia de cambios de fondos de pensiones es habitual en el mundo. (i) En México, se requiere que los afiliados mantengan sus ahorros previsionales obligatorios en el fondo recomendado por al menos 3 años. Mientras que en Colombia se permiten cambios cada seis meses. (ii) En Eslovenia las transferencias se pueden realizar solo una vez al año, mientras que en Estonia las transferencias de activos se permiten solo tres veces al año. (iii) En Letonia los afiliados no pueden transferir las cuentas de ahorro obligatorio más de dos veces en el año, y en Corea se permiten cambios cada medio año y, (iv) En Reino Unido, se exige que el individuo reciba una asesoría financiera cuando transfiera montos por sobre 30.000 libras ($29,7 millones).

Por tanto, continuó el señor **Briones,** para proteger la estabilidad del mercado y evitar pérdidas que se terminen reflejando en una disminución de las pensiones, es necesario regular la cantidad de traspasos que pueden realizar los afiliados y los procesos para ello. En este contexto las siguientes instituciones han recomendado regular los traspasos de fondos de

pensiones: - Ministerio de Hacienda; - Banco Central de Chile; - Comisión para el Mercado Financiero; - Superintendencia de Pensiones; - Consejo de Estabilidad Financiera; - OCDE.

En cuanto a la legislación vigente, expresó que el decreto ley N° 3.500, de 1980, establece que los afiliados de Administradoras de Fondos de Pensiones pueden realizar libremente transferencia de sus cuotas, ya sea de cuenta de capitalización individual o de ahorro voluntario, entre tipos de fondos. Sin perjuicio de ello, el mismo artículo indica que los afiliados que efectúen más de dos traspasos en un año calendario, deberán pagar una comisión fija de su cargo cada vez que realicen dichos traspasos adicionales (esto no se aplica actualmente, ya que la comisión iría a las AFPs).

Sobre el contenido del proyecto de ley propiamente tal, manifestó que este tiene por objeto evitar pérdidas que se terminen reflejando en una disminución de las pensiones y proteger la estabilidad del mercado financiero.

En concreto, continuó el señor **Briones**, el proyecto señala que la Superintendencia de Pensiones deberá establecer los procedimientos y plazos de las transferencias entre tipos de fondos y regular los traspasos de fondos mediante una de las siguientes formas: a) Permitir que los afiliados puedan realizar hasta dos traspasos de fondos en un año calendario, entre cualquier tipo de fondo; o b) Permitir solo traspasos entre fondos adyacentes, todas las veces que el afiliado lo solicite.

Igualmente, la Superintendencia deberá limitar los traspasos de fondos “considerando los potenciales beneficios, directos o indirectos, que implicaría cada restricción a los afiliados y al sistema financiero en general.” Adicionalmente, se especifica que las limitaciones que establezca la Superintendencia de Pensiones no se aplicarán a: a) La cuenta de ahorro voluntario, cotizaciones voluntarias o depósitos convenidos. b) Los afiliados al momento de pensionarse, quienes solo podrán optar sin restricción por los fondos C, D y E. c) Las solicitudes de traspaso realizadas con anterioridad a la entrada en vigencia de esta ley.

A continuación, el señor **Vial**, Vicepresidente del Banco Central de Chile, señaló que el Banco, en concordancia con su objetivo de resguardar la estabilidad financiera, ha destacado la importancia y necesidad de regular la actividad de asesoría previsional no personalizada y los cambios masivos y frecuentes de fondos de pensiones. Además, otras autoridades han analizado la incidencia negativa que la falta de regulación en esta materia puede tener, en especial en la composición y retorno de los Fondos de Pensiones (FP) y en las pensiones de vejez del sistema previsional vigente.

Conforme a lo indicado, indicó que, sin perjuicio de las preocupaciones de estabilidad financiera, atendida la naturaleza de largo plazo y el propósito del sistema de pensiones, las asesorías previsionales como las recomendaciones de los cambios de fondos, respecto de las cotizaciones obligatorias, debieran estar sujetas a regulaciones apropiadas con el objeto de limitar los riesgos para el afiliado y para terceros.

En este marco, el expositor sostuvo que la combinación de (i) un amplio grado de elección de tipo de FP para los afiliados; (ii) ausencia de límites a la frecuencia de cambios, y (iii) asesorías masivas no reguladas, configura un marco perjudicial, de extrema liberalidad, en el manejo de fondos de pensiones que no se observa en ningún otro país del mundo.

Al respecto, el señor **Vial** informó que el proyecto de ley sobre transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de mercado (Boletín N°10.162-05), en tramitación, en ese entonces, aborda el punto iii) y este proyecto aborda el punto ii).

En cuanto a las razones de preservar la estabilidad financiera, señaló que estas son las siguientes:

1) El sector financiero permite el flujo de recursos hacia usos más eficientes, contribuyendo así al bienestar y desarrollo del país.

2) Cuando el sistema financiero deja de cumplir con sus roles se produce inestabilidad financiera.

3) La inestabilidad puede devenir en episodios de crisis financieras que usualmente son transferidas rápidamente a la economía real y, en consecuencia, al bienestar de las personas.

4) Los cambios masivos de fondos pueden generar volatilidad anormal y presiones desestabilizadoras en precios, esto finalmente representa “vulnerabilidades para la estabilidad financiera”.

Asimismo, el expositor afirmó que los movimientos masivos y frecuentes de fondos pueden tener efectos que van más allá de la estabilidad financiera, pues cuando los movimientos de fondos son coordinados por una recomendación masiva, se abren espacios de arbitraje para agentes que logren materializar inversiones antes que los afiliados. Además, ante cambios masivos y frecuentes de Fondos de Pensiones, los portafolios de los Fondos A y E tienden a acumular mayores posiciones de activos líquidos, lo que finalmente impacta la rentabilidad de todos los afiliados.

A su vez, el señor **Vial** manifestó que, a nivel individual, la existencia de fondos con perfiles de riesgo diferenciados permite que las personas puedan ajustar su tolerancia al riesgo, pero también se generan riesgos al intentar obtener ganancias de corto plazo.

En este marco, el expositor señaló que explotar estos diferentes perfiles de riesgo en el corto plazo para “ganarle al mercado” ha sido ampliamente discutido en la literatura de finanzas, considerando para ello que los inversionistas son activos y altamente calificados, lo que difiere de personas naturales que cotizan en un sistema previsional.

En esta línea, hizo presente que afiliados que cambian frecuentemente de Fondos de Pensiones están expuestos a mayor riesgo, lo

que, si bien puede materializarse en un mayor retorno, también puede significar un perjuicio, dados los mayores riesgos involucrados, puesto que gran parte de los resultados académicos da cuenta de que no es posible “ganarle al mercado” en forma sistemática y consistente. Ese resultado es especialmente relevante para los fondos de pensiones dada la naturaleza de largo plazo de éstos.

Por su parte, el señor **Vial** sostuvo que a nivel internacional es común encontrar regulación de asesores de inversión y restricciones a la libertad de elegir el destino de la inversión, informando al respecto que, en países desarrollados, la asesoría de inversión que alcanza a los fondos de pensiones en general está regulada y estos deben registrarse con la autoridad competente. Por otro lado, en países con sistemas de contribución definida, son comunes las limitaciones a la libertad de elegir el destino de la inversión de los ahorros previsionales.

En consideración a lo anterior, el expositor señaló que algunas de las limitaciones consideradas en otras jurisdicciones son: un número acotado de fondos, restricciones a los perfiles de riesgo a los que se puede acceder, limitaciones explícitas o implícitas a los cambios de fondos. A su vez, lo que no se observa en otras jurisdicciones es que se puedan realizar cambios de fondos, a partir de recomendaciones no personalizadas, sin que eso esté sujeto a algún tipo de regulación formal (la autorregulación en esta materia no es suficiente).

Como conclusión, aseveró que la existencia de diferentes fondos permite que los individuos puedan escoger estrategias óptimas de acuerdo a sus perfiles de riesgo, pero también pueden inducir estrategias que busquen rentabilidades de corto plazo.

Al respecto, el señor **Vial** indicó que la evidencia internacional muestra que es difícil “ganarle al mercado” de manera consistente, por lo que este tipo de estrategias implican un riesgo relevante para los afiliados sin un beneficio claro a nivel del sistema ni para sus participantes.

Asimismo, cambios masivos de fondos tienen impacto en precios de mercado que pueden incidir en un escenario de inestabilidad financiera y, a su vez, generar potenciales conflictos de interés respecto de quienes tienen información anticipada de estos movimientos, por tanto, imponer barreras implícitas o explícitas a los traspasos de fondos de pensiones es una medida que está en línea con la experiencia internacional y ha sido recomendada por la OCDE.

A su turno, el señor **Macías**, Superintendente de Pensiones, junto con referirse al objetivo y resultados de los multifondos; a la magnitud y resultados de los traspasos entre fondos y el efecto que dichos movimientos masivos conllevan en las pensiones, manifestó que los traspasos frecuentes de un grupo de afiliados afectan a todos los afiliados del sistema, reduciendo en el largo plazo la rentabilidad de los fondos y, como consecuencia de ello, afectando las pensiones de todos los afiliados.

Sobre el proyecto de ley propiamente tal, señaló que en este se establece la facultad de la Superintendencia de Pensiones de dictar una norma de carácter general que permita regular los traspasos de fondos en alguna de las siguientes formas:

A. Estableciendo que tales transferencias sólo se podrán efectuar hacia tipos de fondos adyacentes en su denominación, sin límite de transferencias por año; o

B. Estableciendo que tales transferencias no se podrán efectuar más de dos veces dentro de un año calendario, sin límite respecto de fondos adyacentes.

Con respecto a cada alternativa, el señor **Macías** informó que la alternativa A reduce la posibilidad de buscar ganarle al mercado (*market timing*), dado que esta estrategia, por lo general, se realiza cambiando entre fondos extremos.

Al respecto, señaló que esta estrategia es riesgosa, pues se ha demostrado que no tiene resultados positivos y puede resultar en peores pensiones para los afiliados. Por lo tanto, es importante que la legislación desincentive este tipo de comportamiento, porque va en desmedro de los afiliados.

Sin embargo, continuó el Superintendente, la alternativa A también tiene la ventaja de que evita movimientos más abruptos de la cartera de inversiones, mitigando la liquidación masiva de instrumentos financieros, pues, entre marzo 2014 y diciembre 2020, alrededor de 90% de los traspasos se realizaron a fondos no adyacentes.

En cambio, el señor **Macías** afirmó que la alternativa B permite reducir de manera significativa los traspasos de fondos, incentivando a las personas a pensar en sus fondos a largo plazo, dado que cambiar de fondos de manera frecuente es una actividad riesgosa y genera resultados negativos para los afiliados.

A su vez, el expositor indicó que esta alternativa también desincentivaría el *market timing*, disminuyendo el nivel de riesgo en las pensiones en el largo plazo en beneficio de los afiliados.

Contextualizó el señor **Macias** comunicando que, entre marzo 2014 y diciembre 2020, el 54,6% de los afiliados se traspasaron de fondo solamente una o dos veces en todo el período. Esta disposición hubiera implicado, solo para el año 2020, una disminución de más de 70% de los traspasos. Para el período 2014 - 2020 la cantidad de traspasos en el sistema se hubiera reducido en 60% si esta regulación estuviera implementada.

A modo de conclusión, señaló que los cambios de fondos buscan que las personas puedan elegir de acuerdo a sus características y ajustar la estrategia de inversión al ciclo de vida. Sin embargo, los cambios frecuentes son riesgosos para las personas y han generado un mal desempeño

para ellas, dado que los cambios masivos distorsionan las carteras de inversiones hacia mayor liquidez, lo que perjudica la rentabilidad de los fondos.

En esta línea, el Superintendente sostuvo que los resultados de los cambios frecuentes y la excesiva liquidez de las carteras de inversión afectan negativamente las pensiones en el largo plazo. Dado lo anterior, es muy importante, para beneficio de los afiliados, avanzar en una mayor regulación de los cambios de fondos como las propuestas en el proyecto de ley que se encuentra en estudio.

Igualmente, el señor **Macías** afirmó que se debe avanzar, además, en mayor educación previsional para que las personas tomen conciencia de los riesgos y de los efectos que puede tener traspasar sus fondos de manera frecuente.

Por último, el señor **Cortés**, Presidente de la Comisión del Mercado Financiero (CMF), hizo presente que la iniciativa surge como respuesta a las solicitudes masivas de traspasos entre fondos, que se acentuó en 2020 con flujos de operaciones en torno a US$5.000.

Continuó el señor **Cortés** señalando que este proyecto establece los procedimientos y plazos de las transferencias entre tipos de fondos, mediante alguna de las siguientes formas: (i) Los afiliados podrán realizar hasta dos traspasos de fondos en un año calendario, entre cualquier tipo de fondo, o; (ii) Los afiliados podrán realizar traspasos entre fondos adyacentes, todas las veces que así lo solicite.

Estas restricciones no se aplicarán a la cuenta de ahorro voluntario, cotizaciones voluntarias o depósitos convenidos.

Sobre las asesorías previsionales, el señor **Cortés** informó que los asesores previsionales personalizados están regulados de manera conjunta por la SP y la CMF (Art. N°172 del DFL 3.500) en lo que se refiere a requisitos de idoneidad, conocimientos, garantías, responsabilidades y contenido mínimo de los contratos. No obstante, los asesores previsionales masivos no se encuentran sujetos a fiscalización, sin embargo, el proyecto de ley sobre transparencia y reforzamiento de responsabilidades de los agentes de mercado (Boletín N°10.162-05), los incorpora bajo el perímetro regulatorio de la SP.

En cuanto a la propuesta legislativa, sostuvo que esta tiene como objetivo proteger a los afiliados del sistema de pensiones, pues corrige la externalidad negativa que produce el cambio masivo de fondos sobre la rentabilidad del sistema: preferencia por activos liquidez, venta masiva de activos a precios que no son de largo plazo.

Y, además, continuó el expositor, el tamaño de los recursos administrados por las AFP justifica esta medida desde el punto de vista de estabilidad financiera. El patrimonio administrado por los fondos de pensiones a diciembre de 2020 supera los 200 mil millones de dólares, equivalentes a más del 80% del PIB.

Asimismo, el señor **Cortés** informó que el sistema de ahorro previsional individual obligatorio limita el uso de los recursos para la jubilación. En este marco y, dado que los recursos no son de libre disposición, limitar el número de traspasos no genera un “corralito”, como algunos asesores masivos han indicado, pues la experiencia internacional muestra evidencia mixta: en varios sistemas los cambios de fondos se asocian a la edad del cotizante, no a especulaciones de corto plazo. Algunos imponen límites a uno o dos cambios por año, y otros expresamente los prohíben (IEF 2020.1, BCCh).

En el caso de los fondos mutuos, finalizó el señor **Cortés**, su naturaleza es diferentes a la de los fondos de pensiones: inversiones, en su mayoría, de corto plazo; mayor sofisticación de los inversionistas; menor volumen de ahorro. Adicionalmente, hizo presente que los traspasos entre carteras de fondos mutuos generalmente están sujetos a comisiones.

Para continuar el estudio del proyecto, la Comisión recibió, de forma telemática, en su sesión ordinaria de fecha **13 de abril** del presente año, al señor **Fernando Arab Verdugo**, Subsecretario del Trabajo junto a don **Francisco Del Río Correa**, asesor legislativo del Ministerio del Trabajo y Previsión Social; al señor **Osvaldo Macías Muñoz**, Superintendente de Pensiones, junto a los señores **Mario Valderrama Venegas**, Fiscal, **Eugenio Salvo Cifuentes**, Analista Senior de Investigación y las señoras **Consuelo Saenz**, Jefa de Gabinete y **Pamela Jimeno**, Jefa Unidad de Comunicaciones; al señor **Mario Marcel Cullell**, Presidente del Banco Central, junto a la señora **Solange Berstein**, Gerenta División Política Financiera, y a los señores **Juan Pablo Araya**, Fiscal; **Gabriel Aparici**, Gerente Infraestructura y Regulación Financiera, y **Fernando Coulon**, profesional de la Gerencia de Informática; y, al señor **Joaquín Cortez Huerta**, Presidente de la Comisión del Mercado Financiero - (CMF), junto a la señora **Gabriela Gurovich**, Jefa de Gabinete y los señores **José Antonio Gaspar**, Director General Jurídico, y **Patricio Valenzuela**, Director General Regulación de Conducta de Mercado.

En primer lugar, el señor **Macías**, Superintendente de Pensiones, informó que en los primeros tres meses de este año ya hay una cifra significativa de cambios de fondos de pensiones.

Asimismo, remarcó que, en los últimos siete años, los afiliados que han efectuado cambios de fondo han perdido en promedio el 6% del valor de estos. De igual manera, manifestó que el 80% de los afiliados que traspasa pierde, por lo que se trata de una estrategia perdedora que perjudica la rentabilidad de los fondos.

En cuanto a la propuesta contenida en el proyecto, el señor **Macías** reafirmó que las alternativas planteadas permitirían realizar cambios más moderados y meditados por parte de las personas, pues, a contrario sensu, los cambios riesgosos han generado un mal desempeño, afectando a los que se cambian y a los que no, reduciendo las pensiones.

Por su parte, el señor **Marcel**, Presidente del Banco Central, hizo presente que el último año y medio, aumentó la frecuencia de estos cambios, coincidiendo en los efectos negativos que conlleva en la rentabilidad de los fondos.

En este marco, informó que, a nivel individual, los afiliados que se cambian frecuentemente están expuestos a mayor riesgo, los que aún en los casos en que se obtenga un mayor retorno inmediato, también puede significar un perjuicio, dado los mayores riesgos involucrados.

Asimismo, el Presidente del Banco Central, precisó que la ley que regula a los Agentes de Mercados no evita potenciales eventos masivos de cambios de fondos y que, por ello, se complementa con la presente normativa.

A continuación, el señor **Cortez**, Presidente de la Comisión del Mercado Financiero - (CMF), complementando su presentación del fecha 18 de enero del año en curso, señaló que el proyecto contribuye a preservar la estabilidad financiera y un adecuado funcionamiento del mercado local.

Asimismo, explicó que las transferencias entre fondos adyacentes mitigan el impacto potencial, por la similitud en la composición de la cartera, y que el mayor plazo para las transferencias podría ayudar a atenuar este impacto.

Terminadas las intervenciones, el diputado señor **Silber** lamentó las limitaciones que se establecen para las personas en comparación con lo que ocurre con grandes inversores, a quienes se les dan libertades, convirtiéndolos en una suerte de amortiguación de los capitales.

Al respecto, el señor **Marcel** sostuvo que, en cuanto a privados, que invierten en fondos mutuos o en fondos de inversión, dichos privados tienen limitaciones para desinvertir en esos fondos y para cambiar sus inversiones, con el fin de proteger a los demás inversionistas que se puedan ver afectados por la decisión de un inversionista individual.

Ante una consulta del diputado señor **Labra** sobre qué hacer para que el mercado favorezca y proteja a las personas, el señor Marcel sostuvo que, para aportar a la estabilidad financiera, el Banco Central posee una serie de facultades que ha ejercido en varias oportunidades en el transcurso de esta crisis, y que van en dirección de limitar dinámicas especulativas que generen inestabilidad y costos sociales

Finalmente, en su sesión ordinaria de fecha **20 de abril** del año en curso, la Comisión recibió, de forma telemática, al señor **Patricio Melero Abaroa**, Ministro del Trabajo y Previsión Social junto a los señores **Fernando Arab Verdugo**, Subsecretario del Trabajo y **Francisco Del Río Correa**, asesor legislativo de esa Secretaría de Estado; al señor **Rodrigo Cerda Norambuena**, Ministro de Hacienda junto a don **José Riquelme González**, Asesor Legislativo de dicho Ministerio; y a don **Osvaldo Macías Muñoz**, Superintendente de Pensiones.

En la ocasión. el señor **Melero** manifestó que la idea del proyecto no es restringir, sino más bien proteger al afiliado y al monto de las pensiones por los excesivos cambios que se han dado. Esas acciones motivadas por agentes financieros, que solo buscan rentabilidad propia, son un perjuicio y no un beneficio. Durante el 2020 se dio una cantidad no habitual de traspasos, cuyo monto llegó a las cifras de 139 mil millones de dólares.

Asimismo, agregó que en el año 2014 hubo un poco más de 600 mil traspasos, mientras que el año 2020 fueron más de ocho millones. Además, sostuvo que hay estudios que señalan que el 80% de las personas hubiesen tenido más rentabilidad si no se hubiesen cambiado de fondo. En ese sentido, esbozó que hay decenas de países que ponen limitaciones y que, incluso, así lo ha planteado la OCDE.

A continuación, el señor **Cerda**, Ministro de Hacienda, hizo presente que el monto de las pensiones de vejez ha sido un motivo de preocupación transversal en los últimos años, lo cual se ha visto reflejado en el debate público e iniciativas de reformas legales. No obstante lo anterior, continuó, existe una conducta creciente que afecta negativamente el monto de la pensión y que no ha sido abordada adecuadamente por la regulación: los traspasos masivos y frecuentes de fondos.

En este contexto, sostuvo que actualmente los afiliados de Administradoras de Fondos de Pensiones pueden realizar libremente y sin restricción alguna, transferencia de sus cuotas, ya sea de cuenta de capitalización individual o de ahorro voluntario, entre los distintos tipos de fondos.

Al respecto, señaló que, recientemente, el Congreso aprobó un importante paso para regular a quienes realizan estas recomendaciones de cambios masivos y frecuentes (Proyecto de Ley de Responsabilidad de Agentes de Mercado, Boletín Nº 13.970-05), sin embargo, dicho proyecto que establece exigencias y permite fiscalizar a los Asesores Financieros Previsionales, no es suficiente para enfrentar la magnitud del problema que originan los cambios masivos de fondos.

Asimismo, el señor Ministro afirmó que existe evidencia categórica sobre los efectos negativos de estos cambios de fondos en distintos actores, por un lado, en los afiliados que se cambian, pues 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, teniendo una pérdida de rentabilidad acumulada en torno a 6% (estudio mide cambios desde el año 2014); y por el otro, respecto del resto de los afiliados, debido a la mayor liquidez que deben mantener las Administradoras de Fondos y, por lo tanto, menor rentabilidad relativa que generan a sus afiliados (Banco Central: Informe de Estabilidad Financiera Primer Semestre 2020), producto de los cambios frecuentes de fondos.

De igual modo, siguió el señor **Cerda**, los cambios masivos afectan la estabilidad del mercado financiero, como lo demuestra el Banco

Central, en su Informe de Estabilidad Financiera del Primer Semestre 2020 y en presentaciones realizadas a esta Cámara, donde ha sostenido que los cambios de fondos de pensiones pueden generar inestabilidad en el mercado financiero, afectando precios de activos locales e incluso del tipo de cambio. En la misma línea, el trabajo de la OCDE advierte sobre el efecto de los cambios masivos en el aumento de la volatilidad de los precios de los activos e incluso estima que esta volatilidad podría generar mayor incertidumbre y, por dicha vía, afectar la inversión.

Sobre el contenido del proyecto de ley propiamente tal, el señor **Cerda** informó que este tiene por objeto proteger a los afiliados de las pérdidas asociadas a cambios excesivos de fondos y, al mismo tiempo, proteger la estabilidad del mercado financiero. Para lograr lo anterior, el señor Cerda señaló que se reemplaza el inciso tercero del artículo 32 del Decreto Ley 3.500, exigiendo que la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) –vía norma de carácter general- regule los plazos y procedimientos asociados al cambio de fondos, no pudiendo los plazos ser superiores a 30 días corridos.

Dicha norma, continuó el señor Ministro, debe restringir los traspasos de acuerdo a una de las siguientes limitaciones: a) Permitir que los afiliados puedan realizar hasta dos traspasos de fondos en un año calendario, entre cualquier tipo de fondo; o, b) Permitir solo traspasos entre fondos adyacentes, todas las veces que el afiliado lo solicite.

Igualmente, agregó, la Superintendencia deberá limitar los traspasos de fondos “considerando los potenciales beneficios, directos o indirectos, que implicaría cada restricción a los afiliados y al sistema financiero en general.”

Adicionalmente, añadió el señor **Cerda**, se especifica que las limitaciones que establezca la Superintendencia de Pensiones no se aplicarán a: a) La cuenta de ahorro voluntario, cotizaciones voluntarias o depósitos convenidos. b) Los afiliados al momento de pensionarse, quienes solo podrán optar sin restricción por los fondos C, D y E. c) Las solicitudes de traspaso realizadas con anterioridad a la entrada en vigencia de esta ley.

Para finalizar, el señor **Cerda** informó a la Comisión que, considerando los comentarios de los miembros de esta instancia, el Ejecutivo ha resuelto flexibilizar su postura inicial y anunció la presentación de una indicación sustitutiva al Proyecto de Ley que:

1. Aumenta de 2 a 4 el número de cambios al año sin el pago de ninguna comisión. Lo anterior implica aumentar al doble el número de cambios permitidos sin pagar comisión, según la legislación vigente.

2. Modifica la comisión que actualmente exige la ley para más de 2 cambios al año, indicando que dicha comisión aplicará sólo para más de 4 cambios y cambiando el destinatario de la comisión, desde las AFP hacia los mismos afiliados (a través de sus fondos).

De esta forma, indicó el señor **Cerda**, se corrige el destinatario de las comisiones, permitiendo que el 1% de los afiliados que se cambia más de 4 veces al año compense al 99% restante en vez de a las AFP.

Para finalizar, el señor **Macías,** Superintendente de Pensiones, señaló que, en los últimos 7 años, el 11% de los afiliados se ha cambiado 20 veces o más de un fondo de pensión a otro. Además, el año pasado más de la mitad de los traspasos fue a fondos extremos por parte de quienes creen que van a ganarle al mercado y, agregó, que múltiples antecedentes muestran que en su mayoría los que se cambian de fondos no obtienen un mayor retorno.

Por su parte, el diputado señor **Silber** expresó que se podría entender una política de esta naturaleza en la medida de que vaya acompañada de otras medidas similares respecto a grandes inversores, ya sea personales o institucionales, como por ejemplo, barreras en cuanto a las remesas de capitales, dado que, de acuerdo al Banco Central, migraron, el año pasado, 3600 millones de dólares por una vía, los no bancario, y una cifra similar por instituciones bancarias. Por tanto, se debe velar por una estabilidad completa del mercado, más allá de poner el foco, solamente, sobre los trabajadores y cotizantes de AFP.

-- Sometido a votación en general el proyecto, fue rechazado por 6 votos a favor, 7 en contra y ninguna abstención.

Votó a favor la diputada señora **Flores**, doña Camila -en reemplazo del diputado señor Durán, don Eduardo- y los diputados señores **Barros**, don Ramón; **Eguiguren**, don Francisco; **Labbe**, don Cristián; **Molina**, don Andrés y **Sauerbaum**, don Frank-. En contra lo hicieron las diputadas señoras **Sandoval**, doña Marcela; **Sepúlveda**, doña Alejandra; y **Yeomans**, doña Gael y los diputados señores **Jiménez**, don Tucapel; **Labra**, don Amaro; **Saavedra**, don Gastón y **Silber**, don Gabriel

VIII.- DISCUSIÓN PARTICULAR

Por haber sido rechazado en general, la Comisión no entró a discutir ni votar el particular el proyecto, remitiéndose éste a la Sala.

Como consecuencia de todo lo expuesto, la Comisión de Trabajo y Seguridad Social, recomienda a la Sala de la Corporación, **rechazar** el texto del siguiente tenor:

“PROYECTO DE LEY

QUE PROTEGE LAS PENSIONES DE LAS TRANSFERENCIAS MASIVAS ENTRE FONDOS DE PENSIONES

Artículo único.- Reemplázase el inciso tercero del artículo 32 del decreto ley N° 3.500, de 1980, que establece nuevo sistema de pensiones, por los siguientes incisos tercero, cuarto y quinto, pasando su actual inciso cuarto a ser sexto, y así sucesivamente:

“Asimismo, los afiliados podrán transferir el valor de sus cuotas a otro tipo de Fondo, cumpliendo los requisitos establecidos en el inciso tercero del artículo 23. Las transferencias se materializarán en los plazos y según el procedimiento que establezca la Superintendencia de Pensiones mediante norma de carácter general, no pudiendo establecer plazos superiores a 30 días corridos contados desde que la Administradora reciba la respectiva solicitud de cambio.

Adicionalmente, la referida norma de carácter general deberá restringir las mencionadas transferencias mediante una de las siguientes limitaciones, considerando los potenciales beneficios, directos o indirectos, que implicaría cada restricción a los afiliados y al sistema financiero en general:

a) Estableciendo que tales transferencias solo se podrán efectuar hacia tipos de Fondos adyacentes en su denominación, sin límite de transferencias por año; o

b) Estableciendo que tales transferencias no se podrán efectuar más de dos veces dentro de un año calendario, sin límite respecto de Fondos adyacentes.

Las limitaciones señaladas en el inciso anterior no se aplicarán respecto a la cuenta de ahorro voluntario, cuenta de cotizaciones voluntarias y depósitos convenidos, ni respecto de los afiliados al momento de pensionarse. Sin perjuicio de lo anterior, en caso de ser aplicable el literal a) anterior, los afiliados al momento de pensionarse solo podrán optar sin limitación por los Fondos C, D y E.”.

Artículo transitorio. - Esta ley comenzará a regir el primer día del mes siguiente a su publicación en el Diario Oficial.

Las solicitudes de traspaso realizadas con anterioridad a la entrada en vigencia de esta ley se regirán por la normativa vigente a la fecha de la solicitud, independiente de que el traspaso efectivo se realice con posterioridad a la entrada en vigencia de la presente ley.”.

SE DESIGNÓ DIPUTADO INFORMANTE, A DON RAMON BARROS MONTERO.

SALA DE LA COMISIÓN, a 20 de abril de 2021.

Acordado en sesiones de fechas 18 de enero, y 13 y 20 de abril del año en curso**,** con asistencia de las diputadas señoras **Castillo,** doña Natalia; **Flores**, doña Camila; **Sandoval**, doña Marcela; **Sepúlveda**, doña Alejandra, y **Yeomans**, doña Gael, y de los diputados señores **Barros**, don Ramón; **Durán**, don Eduardo; **Eguiguren**, don Francisco; **Jiménez**, don Tucapel; **Labbé**, don Cristián; **Labra**, don Amaro; **Melero**, don Patricio; **Molina**, don Andrés; **Saavedra**, don Gastón; **Sauerbaum**, don Frank, y **Silber**, don Gabriel.

Pedro N. Muga Ramírez
Abogado, Secretario de la Comisión