



Universidad de Chile  
Facultad de Derecho  
Escuela de Postgrado  
Magíster en derecho con y sin mención

## ¿REGULACIÓN FINANCIERA O DE SEGURIDAD SOCIAL?

Una aproximación a la supervisión de las pensiones en Chile y su relación con la  
regulación financiera

Tesis para optar al grado de Magíster en Derecho

Maite Gambardella d'Etigny

Profesor guía:

Diego Pardow Lorenzo

Luis Cordero Vega

Santiago, 2019

## ÍNDICE

RESUMEN .....	3
INTRODUCCIÓN .....	4
I. UNA RECONSTRUCCIÓN HISTÓRICA-INSTITUCIONAL DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES .....	9
1. El sistema previsional antes de la Superintendencia (1924-1980).....	9
2. La creación de la Superintendencia de AFP y la instauración del sistema de capitalización individual (1980-2008) .....	10
3. La creación de la Superintendencia de Pensiones y la reforma al sistema (2008 en adelante).....	13
II. LOS CONTORNOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DESPUÉS DE LA CRISIS Y SU RELACIÓN CON LAS PENSIONES.....	22
1. El contexto global de la regulación financiera.....	22
a. Regla de competencia y perímetro regulatorio .....	24
b. Métodos de supervisión .....	26
c. Coordinación regulatoria .....	28
d. Mecanismos de intervención ex post crisis.....	29
e. Modernización de los gobiernos corporativos y otros cambios en torno al diseño institucional.....	29
2. El caso de Chile: las comisiones de expertos(as) y la ley N° 21.000.....	30
III. UNA APROXIMACIÓN AL PROBLEMA DESDE LA TEORÍA DE LA REGULACIÓN NORMATIVA .....	41
1. El funcionamiento de los fondos de pensiones y las AFP en Chile.....	41
2. La regulación prudencial.....	48
3. La teoría de la representación .....	50
4. Diferencias normativas entre los bancos y las AFP .....	53
IV. UNA DISCUSIÓN PENDIENTE QUE ESCONDE UNA PARADOJA .....	58
BIBLIOGRAFÍA .....	65

## **RESUMEN**

La tesis propone un análisis de la relación entre la regulación de las pensiones en Chile y la regulación financiera. En particular, se pregunta por la aparente incomunicación entre las reformas de pensiones y las reformas financieras o cambios institucionales que se adoptaron en esta materia después de la crisis de 2008, los cuales enfatizaron en los riesgos sistémicos del mercado. En este contexto, sin embargo, ni los grupos de expertos encargados de elaborar recomendaciones, ni la posterior tramitación legislativa de la ley que creó la Comisión para el Mercado Financiero, discutieron sobre la necesidad de introducir cambios en materia de regulación de los fondos de pensiones. Para lo anterior, en primer lugar se realizará una reconstrucción histórica-institucional del sistema de pensiones y su regulador; en segundo lugar se revisarán los fundamentos y contornos de la regulación financiera post crisis, y en particular el proceso de reformas al diseño institucional de su supervisión realizado en Chile y su relación con la Superintendencia de Pensiones; en tercer lugar, se revisarán las similitudes y diferencias desde la teoría de la regulación normativa entre los fondos de pensiones y otras instituciones financieras como los bancos, para finalmente proponer algunas preguntas asociadas a una discusión pendiente que esconde una paradoja, la cual bloquea la discusión democrática por los objetivos que queremos que cumpla nuestro sistema de pensiones.

*“La razón principal de la ausencia de un concepto de economía es la dificultad para identificar el proceso económico en una situación en la que se encuentra integrado en instituciones extraeconómicas”*

Karl Polanyi. Aristóteles descubre la economía.

## **INTRODUCCIÓN**

A partir de 1980, se instauró en Chile un sistema previsional de capitalización individual administrado por privados. De acuerdo con este sistema, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) recaudan las cotizaciones obligatorias de las y los trabajadores, las imputan en cuentas personales y luego invierten estos recursos en instrumentos financieros, cuya rentabilidad pasa a formar parte del Fondo con cargo al cual posteriormente se otorgan los beneficios previsionales establecidos en la ley, a partir de contribuciones definidas.

Con la imposición de este nuevo modelo de capitalización individual, a través del cual las Administradoras invierten y rentabilizan los fondos de pensiones en instrumentos financieros, se creó en Chile una nueva industria y las AFP se transformaron en agentes centrales del sistema financiero y del mercado de valores como inversionistas institucionales. De la misma manera que ocurrió en otros sectores como aguas, telecomunicaciones y energía, el Estado pasó de ser un prestador de bienes y servicios a cumplir funciones de regulación y fiscalización, mientras que los privados empezaron a cumplir un rol relevante en la satisfacción de necesidades sociales.

Paralelamente, durante las últimas décadas es posible observar un proceso de delegación sistemática de las potestades regulatorias de los Estados modernos hacia agencias independientes o brazos supervisores del gobierno, debido a la dificultad del legislador de resolver problemas técnicos que surgen continuamente en sociedades complejas, con

la urgencia y premura que éstos requieren<sup>1</sup>. De hecho, luego de las privatizaciones en los sectores mencionados, en Chile se crearon nuevos mercados a la vez que instituciones reguladoras de ellos, como la Dirección General de Aguas, la Subsecretaría de Telecomunicaciones, la Comisión Nacional de Energía y la Superintendencia de Electricidad y Combustibles, respectivamente. En el caso de la seguridad social, a través del mismo decreto ley 3.500 con el cual se instauró el nuevo sistema, se creó la Superintendencia de AFP con el objeto de garantizar la fiscalización, supervigilancia y control de las Administradoras y los Fondos de Pensiones que luego constituirían la base de la pensión de las y los jubilados.

El sistema de pensiones ha sido objeto de diversas modificaciones desde la década de los 80 hasta la fecha y, sin duda, la más relevante de ellas fue la reforma de 2008 que incorporó un Pilar Solidario al sistema junto con otras modificaciones. En particular, en materia de regulación e institucionalidad, la creación de la Superintendencia de Pensiones como continuadora legal de la Superintendencia de AFP y las modificaciones que se realizaron a sus competencias tuvieron como fundamento, en primer lugar, la dispersión institucional del sistema y, en segundo, la necesidad de cambiar los métodos de supervisión debido a la influencia de los sistemas privados de pensiones a nivel mundial en el mercado financiero.

Por otro lado, después de la profunda crisis financiera de 2008, muchos países iniciaron procesos de revisión del diseño institucional o arquitectura de la supervisión financiera, con el objeto de evitar los intensos daños que este tipo de crisis generan. Estos procesos llevaron a replantearse sustantiva y orgánicamente los límites, riesgos y la regulación de todo aquello que forma parte del mercado financiero. Nótese que el desarrollo de las crisis financieras a lo largo de la historia puede ser entendido como la suma de procesos evolutivos y dialécticos en que se muestran las diferentes reacciones y soluciones

---

<sup>1</sup> A este respecto véase RUBIN, E. 1989. Law and Legislation in the Administrative State. Columbia Law Review 89(3), pp.369-426. En el mismo sentido NOVOA, E. 1980. El derecho como obstáculo al cambio social. Santiago, Siglo XXI, pp.33-48.

institucionales frente a cada una de ellas<sup>2</sup>. En este contexto, en Chile se constituyeron dos comisiones de expertos(as) para evaluar modificaciones institucionales a la supervisión financiera, las cuales concluyeron con el ingreso y la tramitación de un proyecto de ley para modernizar la Superintendencia de Valores y Seguros, que a su vez se convirtió en la ley N° 21.000 publicada en febrero de 2017 que creó la Comisión para el Mercado Financiero como nuevo regulador que integró las labores de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Tanto en Chile como en el resto del mundo, se realizaron importantes avances en materia de regulación financiera, dotando a estas nuevas agencias reguladoras de normas de competencia más amplias que atendieran a los riesgos sistémicos del mercado; generando perímetros regulatorios que permitieran ir adaptando la regulación a la par de la dinámica evolución de los mercados financieros; proponiendo nuevos modelos de supervisión y redes de seguridad; adoptando una mejor coordinación regulatoria a nivel nacional e internacional; estableciendo mejores herramientas para enfrentar crisis, como las normas de resolución bancaria; modernizando sus gobiernos corporativos para garantizar mayor independencia, etc.

Sin embargo, a pesar de que nuestro sistema de pensiones tiene un fuerte componente financiero y que los sistemas privados de pensiones han ido cobrando una relevancia exponencial en el mercado financiero (por ejemplo a 2017 los activos de los Fondos de Pensiones en Chile representaban un 72% del PIB y han aumentado 14 puntos porcentuales desde 2011)<sup>3</sup>, ni las recomendaciones de las antedichas comisiones de expertos(as) ni la ley N° 21.000 propusieron modificaciones a la regulación y supervisión de las pensiones, ni tampoco discutieron con profundidad si los fondos de

---

<sup>2</sup> Véase, STREECK, W. 2010. Institutions in History: Bringing Capitalism Back in. John Campbell et al. (eds), Handbook of Comparative Institutional Analysis, Oxford: Oxford University Press y STREECK, W. 2013. Buying Time. The delayed crisis of democratic capitalism. Londres, Verso.

<sup>3</sup> Datos de la OCDE pension funds' asset indicator.

pensiones y las Administradoras de los mismos debían incluirse dentro de las competencias del nuevo regulador integrado para el mercado financiero.

Si bien las comisiones de expertos(as) incluyeron a los fondos de pensiones y a la Superintendencia de Pensiones dentro del entramado institucional financiero, luego descartaron hacer recomendaciones en esta materia porque se trataría de un tema sumamente sensible para toda la población o bien, un tema que se inserta en medio de los dominios financieros y de seguridad social. Surge entonces una pregunta que puede formularse de es la siguiente manera: ¿por qué la discusión y adopción de mejoras institucionales en materia financiera, que fueron una reacción a la crisis de 2008, no se aplicaron correlativamente o al menos no se discutieron respecto del regulador de pensiones en Chile? En otras palabras, si es posible identificar lo propiamente financiero del mundo de las pensiones, si la participación de las AFP en el mercado financiero ronda el 72% del PIB, se trata de inversores institucionales relevantes que nombran directores en múltiples empresas, influyen en la bolsa y en el mercado financiero, ¿por qué esto no se refleja en lo institucional?

Esta tesis pretende analizar la relación entre la regulación financiera y la regulación de los fondos de pensiones y, en particular, preguntarse por la aparente incomunicación entre las reformas de pensiones y las reformas financieras o cambios institucionales que efectivamente se adoptaron en esta materia después de la crisis de 2008, los cuales enfatizaron en los riesgos sistémicos del mercado y paradójicamente, en Chile, no se propusieron ni discutieron cambios en materia de pensiones. Para ello, en primer lugar se realizará una reconstrucción histórica-institucional del sistema de pensiones y su regulador; en segundo lugar se revisarán los fundamentos y contornos de la regulación financiera post crisis, y en particular el proceso de reformas al diseño institucional de su supervisión realizado en Chile y su relación con la Superintendencia de Pensiones; en tercer lugar, se revisarán las similitudes y diferencias desde la teoría de la regulación normativa entre los fondos de pensiones y otras instituciones financieras como los

bancos, para finalmente proponer algunas preguntas asociadas a una discusión pendiente o soslayada que esconde una paradoja, la cual bloquea la discusión democrática por los objetivos que queremos que cumpla nuestro sistema de pensiones.

## I. UNA RECONSTRUCCIÓN HISTÓRICA-INSTITUCIONAL DE LA SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES

El sistema de pensiones vigente en Chile ha sido objeto de importantes reformas legales y modificaciones institucionales a lo largo de la historia. Con el fin de realizar una reconstrucción histórico-institucional del órgano supervisor y regulador en esta materia, se revisarán tres períodos en atención a las principales reformas realizadas al sistema y en particular, a la Superintendencia de Pensiones.

### 1. El sistema previsional antes de la Superintendencia (1924-1980)

Previo a la creación de la Superintendencia de Pensiones, es posible reconocer un período iniciado en 1924, donde el sistema normativo establecía un esquema de reparto y destacaba a Chile como uno de los países pioneros en el desarrollo de la Seguridad Social en América Latina<sup>4</sup>. Diferentes agrupaciones de empleados(as) y profesionales incorporaron a las y los trabajadores dependientes en un sistema de cajas de previsión de carácter semi-público, las cuales se financiaban a través de cotizaciones obligatorias de las y los trabajadores y empleadores (incluido el Estado), lo cual aseguraba al beneficiario(a) prestaciones de salud, pensión de invalidez y una jubilación a determinada edad<sup>5</sup>.

Sin embargo, la regulación de este esquema era poco sistemática y segmentada. De hecho, hacia fines de los años setenta, existían más de 35 cajas de previsión y aproximadamente 150 regímenes previsionales distintos, sin derechos de portabilidad entre una caja y otra, cuya normativa estaba distribuida en más de 600 cuerpos legales<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> BRAVO, D. et al. 2015. Informe final, Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de pensiones. Santiago, Comisión Presidencial Pensiones. p.50.

<sup>5</sup> *Ibíd.*

<sup>6</sup> *Ibíd.*; UTHOFF, A. 2001. La reforma del sistema de pensiones en Chile: desafíos pendientes. Santiago, Naciones Unidas (Cepal).

Entre los años 1950 y 1973 diversos informes habían ya identificado las deficiencias más relevantes del sistema, sus distorsiones y privilegios, pero debido a la falta de consensos políticos no se realizaron modificaciones durante ese período<sup>7</sup>. Hacia 1980 se registraban 1,7 millones de contribuyentes, alcanzando una cobertura cercana al 75% de las y los ocupados<sup>8</sup>.

Durante los primeros años de la dictadura cívico-militar se introdujeron diversas modificaciones con el objeto de sistematizar y homologar la segmentada y diversa regulación del sector, pero no se realizaron cambios estructurales al sistema sino hasta la entrada en vigencia del DL 3.500 en 1981.

## 2. La creación de la Superintendencia de AFP y la instauración del sistema de capitalización individual (1980-2008)

Con la entrada en vigencia del DL 3.500 en 1981, publicado el 13 de noviembre de 1980, e ideado por el entonces Ministro del Trabajo durante la dictadura cívico-militar, José Piñera, se estableció un nuevo sistema de pensiones, rompiendo en forma radical con el procedimiento existente hasta esa fecha, identificable como un sistema “de reparto” e instaurando en su lugar un sistema de capitalización individual administrado por privados, en el contexto de una serie de privatizaciones en Chile<sup>9</sup>.

El nuevo sistema optó por administradoras privadas de fondos de pensiones (en adelante también “AFP”) sin que exista un vínculo público o directo del Estado con las y los afiliados, eliminó la garantía por absoluta rentabilidad y definió el rol subsidiario del Estado en materia de pensiones. Este sistema excluye a las Fuerzas Armadas y es obligatorio solo para las y los nuevos entrantes a la fuerza de trabajo en calidad de

---

<sup>7</sup> BRAVO, D. et al. 2015. Op. Cit. p.51.

<sup>8</sup> *Ibíd.*

<sup>9</sup> LARRAÍN, F. 2012. El sistema privado de pensiones en Chile y sus resguardos constitucionales. Revista Chilena de Derecho, vol. N°39, N°2, p.544; BRAVO, D. et al. 2015. Op. Cit. p.50.

empleados(as), siendo voluntario para las y los trabajadores independientes y optativo para las y los afiliados al antiguo sistema<sup>10</sup>.

La reforma creó una nueva industria de AFP, las cuales se constituyen como sociedades anónimas cuyo giro único es la administración de fondos de pensiones y la administración de prestaciones y beneficios. Específicamente, su función se materializa en el otorgamiento y la administración de prestaciones y beneficios que establece la ley, recaudando las cotizaciones e imputándolas en cuentas personales de las y los afiliados. Luego, los recursos son invertidos en una amplia gama de instrumentos financieros, cuya rentabilidad pasa a formar parte del Fondo con el cual posteriormente se otorgan los beneficios a partir de contribuciones definidas. Adicionalmente, las AFP contratan un seguro para financiar las pensiones de invalidez y sobrevivencia que generan sus afiliados(as)<sup>11</sup>. A través de este nuevo sistema, las AFP pasaron a ser inversionistas institucionales del sistema financiero y del mercado de valores<sup>12</sup> y se consideró que la reforma podía consolidar mayores niveles de ahorro e inversión, contribuyendo al desarrollo del mercado de capitales ya que hacía disponible el ahorro previsional para su intermediación financiera<sup>13</sup>.

En este marco, el D.L 3.500 creó la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante también SAFP) con el objeto de garantizar la fiscalización de éstos fondos<sup>14</sup>. Su objeto legal, conforme al artículo 93 del texto original del D.L 3.500 era la supervigilancia y control de las AFP y el ejercicio de las funciones y atribuciones que establece esta ley. Se crea como una institución autónoma con patrimonio propio,

---

<sup>10</sup> UTHOFF, A. 2001. Op. Cit. p.10.

<sup>11</sup> UTHOFF, A. 2001. Op. Cit. p.21.

<sup>12</sup> MARSHALL, E. 2003. El Marco Macroeconómico y la Intermediación Financiera. En: LIVACIC, E (Ed.). La crisis Bancaria del '83. Santiago, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas Universidad Central de Chile. p.25.

<sup>13</sup> UTHOFF, A. 2001. Op. Cit. p.10.

<sup>14</sup> BRAVO, D. et al. 2015. Op. Cit.; LARRAÍN, F.2012. Op. Cit.; BERSTEIN, S. 2011. Documento de trabajo N°45: Implementación de la reforma previsional en Chile. Santiago, Superintendencia de Pensiones.

que se relaciona con el Gobierno por intermedio de la Subsecretaría de la Previsión Social del Ministerio del Trabajo y Previsión Social.

Las principales funciones de la SAFP se establecieron en el artículo 94 del referido decreto ley y consideraban (i) la autorización para la constitución de las AFP y un registro de las mismas; (ii) la fiscalización del funcionamiento de las AFP y el otorgamiento de las prestaciones a sus afiliados(as); (iii) la fijación de la interpretación de la legislación y reglamentación del sistema; (iv) la fiscalización del “Fondo de Reserva de Fluctuación de Rentabilidad” y del “Encaje”; (v) la fiscalización de la inversión de los recursos de los fondos de pensiones y la composición de la cartera de inversiones; (vi) el establecimiento de normas que regulen los contratos de seguro destinados a constituir las prestaciones que establece esta ley; (vii) la realización de la liquidación de las AFP y de los fondos de pensiones; (viii) la imposición de multas y la disposición de disolución de las AFP en los casos que establece la ley; y finalmente (ix) velar por el cumplimiento de las normas que establecen los requisitos necesarios para que opere la garantía estatal.

Como ha destacado Andras Uthoff, la regulación de la SAFP era de dos tipos: prudencial y organizacional. La regulación prudencial, por una parte, buscaba prevenir que los fondos de las y los trabajadores se invirtieran en títulos de alto riesgo, obligar a que éstos fueran valorados a precios de mercado y reducir la posibilidad de que se vean afectados a una mala gestión financiera y/o a que se pierdan los títulos en que están invertidos. La regulación organizacional, por otra parte, establecía los límites del vínculo de intereses entre las AFP y el resto del sistema financiero, así como las responsabilidades de sus propietarios en la eventualidad de una mala gestión financiera<sup>15</sup>.

Entre 1981 y el 10 de marzo de 1990, el DL 3.500 fue objeto de más de 20 modificaciones, las cuales tuvieron como objetivo principalmente flexibilizar las

---

<sup>15</sup> UTHOFF, A. 2001. Op. Cit. p.26.

posibilidades de la participación de las AFP en la compra de acciones de sociedades anónimas y adecuar las posibilidades de inversión a nuevos instrumentos financieros<sup>1617</sup>. Luego, desde 1990 hasta 2008 se incorporaron diversas modificaciones con el objeto perfeccionar el funcionamiento del sistema de pensiones, pero sin alterar las premisas fundantes de su estructura. Una de las reformas más relevantes de éste período corresponde a la creación de los así llamados “multifondos” y al ingreso de los Bancos, Compañías de Seguros y Fondos Mutuos a la administración de fondos previsionales, materializada a través de la ley N° 19.795 de 2002<sup>18</sup>.

### 3. La creación de la Superintendencia de Pensiones y la reforma al sistema (2008 en adelante)

En 2008, en el marco de la modificación más importante introducida al sistema hasta la fecha, se crea la Superintendencia de Pensiones (en adelante también SP) a través de la ley N° 20.255, reemplazando a la Superintendencia de AFP como su continuadora legal<sup>19</sup>. Esta reforma introduce, en primer lugar, un sistema de pensiones solidarias denominado “Pilar Solidario” como complemento al régimen de capitalización individual o “Pilar Contributivo”. Este nuevo sistema está a su vez compuesto por dos clases de pensiones: la pensión básica solidaria (PBS), orientada a aquellas personas que no se encuentran insertas en régimen previsional alguno; y el aporte previsional solidario

---

<sup>16</sup> LARRAÍN, F.2012. Op. Cit. Pp.544-545.

<sup>17</sup> El listado de dichas modificaciones es el siguiente: D.L. No 3.626 D. Of. 21/02/81, D.L. No 3.650 D. Of. 11/03/81, Ley No 18.072 D. Of. 01/12/81, Ley No 18.086 D. Of. 31/12/81, Ley No 18.137 D. Of. 05/07/82, Ley No 18.196 D. Of. 29/12/82, Ley No 18.208 D. Of. 26/01/83, Ley No 18.225 D. Of. 28/06/83, Ley No 18.379 D. Of. 04/01/85, Ley No 18.398 D. Of. 24/01/85, Ley No 18.420 D. Of. 05/07/85, Ley No 18.481 D. Of. 24/12/85, Ley No 18.482 D. Of. 28/12/85, Ley No 18.520 D. Of. 13/06/86, Ley No 18.646 D. Of. 29/08/87, Ley No 18.646 D. Of. 29/08/87, Ley No 18.681 D. Of. 31/12/87, Ley No 18.717 D. Of. 28/05/88, Ley No 18.753 D. Of. 28/10/88, Ley No 18.768 D. Of. 29/12/88, Ley No 18.798 D. Of. 23/05/89, Ley No 18.840 D. Of. 10/10/89, Ley No 18.964 D. Of. 10/03/90.

<sup>18</sup> LARRAÍN, F.2012. Op. Cit. p.545.

<sup>19</sup> BRAVO, D. et al. 2015. Op. Cit. p.54.

(APS), dirigido a complementar las pensiones autofinanciadas que sean inferiores a la pensión máxima con aporte solidario<sup>20</sup>.

En segundo lugar, la reforma introduce un mecanismo de licitación de carteras de nuevos afiliados(as) con una periodicidad de dos años, con el objeto de fomentar la competencia en el sector y de corregir las asimetrías de información entre las AFP y las y los afiliados al sistema<sup>21</sup>. En tercer lugar, se crea el Seguro de Invalidez y Sobrevivencia (SIS) estableciendo una cotización para esos efectos de cargo del empleador, lo que ha hecho que disminuya su costo manteniendo las prestaciones que entrega. En cuarto lugar, se estableció la obligatoriedad de cotización para las y los trabajadores independientes con ingresos por medio de honorarios con una entrada en vigencia progresiva hasta el año 2015. En quinto lugar, se introdujo el pago de una bonificación por cada hijo(a) nacido(a) vivo(a) (incluido las y los hijos adoptados) para todas las mujeres afiliadas al sistema de AFP a partir de los 65 años de edad. En sexto lugar, se crearon instancias de participación social y técnica a través de la Comisión de Usuarios, el Consejo Consultivo Previsional y el Consejo Técnico de Inversiones. Finalmente, se incluyeron otras normas relevantes tales como la introducción del Ahorro Previsional Voluntario Colectivo (APVC); el Subsidio Previsional a los Trabajadores Jóvenes; la creación del Fondo para la Educación Previsional (FEP); la compensación económica en materia previsional en caso de nulidad o divorcio, entre otras<sup>22</sup>.

Específicamente en materia de institucionalidad, regulación y supervisión, la reforma reforzó la participación del Estado a través de la creación de la Superintendencia de Pensiones en reemplazo de la Superintendencia de AFP como órgano unificador de la supervisión y regulación del sistema previsional civil, incluyendo el sistema de pensiones solidarias, los sistemas obligatorio y voluntario administrados por las AFP y

---

<sup>20</sup> Ibid.; BERSTEIN, S. 2011. Op. Cit.

<sup>21</sup> Ibid.

<sup>22</sup> BRAVO, D. et al. 2015. Op. Cit. p.54.

el sistema de reparto administrado por el INP<sup>23</sup>. Así, la SP asume nuevas funciones en razón del sistema de pensiones solidarias creado por la reforma, y se hace cargo de actividades que previamente recaían en el ámbito de competencia de otras entidades públicas, como la Superintendencia de Seguridad Social (SUSESO)<sup>24</sup>.

Como sostienen Berstein et al., la gestación de esta reforma coincidió con un período de profundo análisis de las metodologías utilizadas en la supervisión y regulación de las AFP<sup>25</sup> y de la regulación financiera en general, llegando a la conclusión de que era necesario avanzar hacia un esquema de supervisión y regulación preventivo y prudencial, en oposición al enfoque más clásico eminentemente reactivo que responde a infracciones normativas<sup>26</sup>. En este período de gestación de la reforma es posible identificar dos causas que motivaron las modificaciones institucionales a la superintendencia. En primer lugar, el diagnóstico de que existía una dispersión institucional del sistema y, en segundo lugar, la evidencia de ciertos factores de los sistemas privados de AFP a nivel mundial que, en relación con su influencia en el mercado financiero, hicieron ver la necesidad de cambiar los métodos de supervisión.

Respecto de la primera causa, la mencionada dispersión institucional se reflejaba principalmente en la distribución de funciones ejecutivas, normativas y regulatorias de los diversos regímenes que integraban el sistema de pensiones entre diversas instituciones públicas y privadas<sup>27</sup>. Así, la SAFP ejercía funciones de supervisión circunscritas al funcionamiento de las AFP y la Administradora de Fondos de Cesantía (AFC) en la prestación de sus servicios y la administración de sus fondos, a la reglamentación del funcionamiento de estas entidades, recepción de reclamos y consultas del público, contratación de los médicos de las comisiones que califican la

---

<sup>23</sup> BERSTEIN, S. et al. 2009. Chile 2008: una reforma previsional de segunda generación. Santiago, Superintendencia de Pensiones. p.175.

<sup>24</sup> *Ibid.*

<sup>25</sup> En este sentido, por ejemplo, iniciativa FIRST.

<sup>26</sup> *Ibid.*

<sup>27</sup> BERSTEIN, S. et al. 2009. Op. Cit. pp.175-176.

invalidez y fiscalización de estas comisiones, y a la realización de estudios tendientes a evaluar y mejorar el funcionamiento del sistema de pensiones<sup>28</sup>. Por otra parte, la SUSESO era responsable de la regulación y reglamentación sobre variados componentes del sistema de seguridad social, respondiendo reclamos de licencias médicas, fiscalizando a mutuales de seguridad y al INP, así como también a las cajas de compensación<sup>29</sup>. Finalmente, el INP estaba a cargo de administrar los beneficios del antiguo sistema, recaudar cotizaciones para otras instituciones públicas y administrar la Ley de Accidentes del Trabajo para sus afiliados(as)<sup>30</sup>.

De esta forma, el diseño de un sistema previsional integral, que incluía al pilar solidario como complemento del pilar contributivo, generó la necesidad de establecer una supervisión también integral al sistema. El diagnóstico del ejecutivo coincidió con la necesidad de articular mejor las funciones de las diferentes instituciones para materializar esta visión integral<sup>31</sup>.

Respecto de la segunda causa, debido a que en el transcurso de las últimas décadas los sistemas de pensiones gestionados por privados en el mundo han transitado desde una forma suplementaria hacia un elemento importante y en algunos casos, como el chileno, central a los sistemas de seguridad social, es que la supervisión y la regulación se ha vuelto muy relevante, de la misma manera que en materia de regulación financiera<sup>32</sup>. En particular, los factores que empezaron a dar cuenta de la necesidad de cambiar los métodos de supervisión se refieren en primer lugar, a que los fondos privados de pensión en una serie de países acumularon activos por un monto que excede el de instituciones financieras más tradicionales, en algunos casos por sobre el 100% del PIB, lo que llevó al correspondiente aumento del interés debido a su importancia sistémica<sup>33</sup>. Luego, la

---

<sup>28</sup> BERSTEIN, S. et al. 2009. Op. Cit. p.176.

<sup>29</sup> Ibid.

<sup>30</sup> Ibid.

<sup>31</sup> Ibid.

<sup>32</sup> BERSTEIN, S. et al. 2009. Op. Cit. p.177.

<sup>33</sup> Ibid.

conjugación de una rápida caída en las tasas de interés y el colapso de precios de las acciones pusieron de manifiesto la fragilidad de los requisitos de financiamiento de los esquemas remanentes de Beneficio Definido y finalmente, las preocupaciones sobre la capacidad de los nuevos planes de Contribución Definida para producir niveles adecuados de pensión, llevó a un número de países a re-evaluar sus sistemas de supervisión, los cuales evolucionaron hacia la Supervisión Basada en Riesgo (SBR)<sup>34</sup>.

La SBR es una de las estrategias regulatorias de la “nueva gobernanza” que durante las últimas dos décadas han superado de diversas maneras la técnica tradicional del ‘*command and control*’<sup>35</sup>. En un sistema regulación basada en riesgo, los reguladores deben identificar los riesgos aparejados a sus objetivos y focalizar sus recursos y esfuerzos en manejar aquellos riesgos que aparecen como los más críticos<sup>36</sup>. De acuerdo con Julia Black, la SBR no es propia únicamente de la regulación financiera, sino que durante los últimos diez o quince años se ha adoptado crecientemente por reguladores en áreas diversas como medioambiente o salud, entre otras, en un gran número de países pertenecientes a la OCDE<sup>37</sup>.

En el mismo sentido la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS)<sup>38</sup> definen como uno de sus principios generales la necesidad de que los órganos supervisores en esta materia adopten una aproximación basada en riesgo (principio 5). De acuerdo con esta organización, la SBR es un enfoque que se centra en la identificación de los riesgos potenciales que enfrentan los planes o fondos de pensiones y la evaluación de los factores financieros operativos establecidos para administrar y

---

<sup>34</sup> Ibid.

<sup>35</sup> Black, J. Paradoxes and failures, p.3

<sup>36</sup> BLACK, J. 2012. Paradoxes and Failures: ‘New Governance’ Techniques and the Financial Crisis. The Modern Law Review, Vol. 75, No 6, p.1052.

<sup>37</sup> Ibid.

<sup>38</sup> Es una organización internacional que agrupa a los supervisores de pensiones de más de 80 países y funciona a través de un Comité Ejecutivo y un Comité Técnico. Han elaborado diversos documentos, tales como los principios comunes a este tipo de supervisores, un manual de herramientas basadas en riesgo para implementar a través de los diferentes reguladores, etc. Para más información, véase: <http://www.iopsweb.org/home/>

mitigar esos riesgos. Por tanto, la supervisión ya no se trata solo de verificar que las entidades, en este caso las AFP, cumplan con las reglas (como sería una supervisión basada en reglas), sino que también la forma en que cumplen es relevante según cómo están mitigando los riesgos presentes y futuros. Si bien los esquemas de SBR pueden ser adoptados de diversas maneras en atención al contexto en particular, hay ciertos elementos comunes a los sistemas de SBR: en primer lugar, requieren de una determinación de la autoridad supervisora de sus objetivos y de la identificación de los riesgos para el logro de esos objetivos; en segundo lugar, es necesaria una evaluación del peligro o los eventos adversos y la posibilidad de que estos ocurran para efectos de medir los riesgos; en tercer lugar, los supervisores asignan puntajes o clasificaciones a las empresas sobre la base de estas evaluaciones; y finalmente, un enfoque basado en riesgo entrega un medio para vincular la organización y la aplicación de los recursos de supervisión, inspección, etc. y el cumplimiento de los puntajes de riesgo asignados a las entidades o problemas del sistema en su conjunto.

En este contexto, la SAFP comenzó un proceso de estudio y análisis a principios de 2005, llegando a la conclusión de que no se cumplía con los principios rectores de la SBR, definiendo en 2006 la necesidad de adoptarlos como uno de sus proyectos institucionales, dando cuenta de la complejidad de los mercados financieros, de los procesos operativos y tecnológicos. Se consideró necesario avanzar en una supervisión integral y preventiva que fuera más efectiva, eficiente y alineada con mejores prácticas, capaz de incorporar a la revisión todos los riesgos relevantes de cada actividad<sup>39</sup>.

En concreto, las medidas contenidas en la reforma en materia de institucionalidad fueron por una parte, la creación de una nueva institución a partir del INP, denominado Instituto de Previsión Social (IPS), que se haría cargo de los sistemas de pensiones de reparto y solidario, mientras que la actual labor del INP Sector Activo pasa al Instituto de Seguridad Laboral (ISL). Por otra parte, se agrupó la totalidad de las funciones de

---

<sup>39</sup> BERSTEIN, S. et al. 2009. Op. Cit. pp.179-180.

supervisión y regulación del nuevo sistema en la SP, que es la continuadora legal de la SAFF y además tiene la supervisión del sistema de pensiones solidarias y del sistema antiguo de reparto, ambos administrados por el ISP. Ésta última función se traspa desde la SUSESO. Con la reforma se le entregan tres macro funciones a la SP, a saber, supervisar, regular y prestar servicios e información a los usuarios. En cada una de las tres macro funciones, se establecieron a su vez funciones y atribuciones específicas que a continuación se describen.

En primer lugar, dentro de la macro función de supervisión se incluye la supervigilancia del sistema de pensiones solidarias que administra el IPS; la supervisión del IPS respecto de los regímenes de las antiguas cajas de previsión; la supervisión del cumplimiento de la legislación en lo relativo al proceso de calificación de invalidez y de las y los beneficiarios del sistema de pensiones solidarias de invalidez y de las y los imponentes de los regímenes previsionales administrados por el IPS; la supervisión de la Comisión Ergonómica Nacional y la Comisión de Apelaciones; la supervisión del funcionamiento de los servicios que una Administradora hubiere subcontratado, cuando éstos sean relacionados con su giro; la designación mediante resolución fundada a uno de sus funcionarios como inspector delegado en una AFP, con el objeto de resguardar la seguridad de los Fondos de Pensiones; la supervisión de la licitación conjunta del SIS que deberán realizar las AFP; la supervisión de las disposiciones en materia de gobierno corporativo de las AFP y las sociedades donde se invierten los fondos; la supervisión de la cotización de las y los trabajadores independientes que serán obligados a cotizar; y la coordinación con las instituciones que sean competentes en materia de fiscalización de la declaración y pago de las cotizaciones previsionales.

En segundo lugar, dentro de la macro función de regulación se incluye la facultad de dictar normas e impartir instrucciones de carácter general en los ámbitos de su

competencia<sup>40</sup>; de interpretar administrativamente en materias de su competencia las leyes, reglamentos y demás normas que rigen a las personas o entidades fiscalizadas; el establecimiento de la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones mediante el Régimen de Inversión<sup>41</sup>, previo informe del Consejo Técnico de Inversiones (CTI); la autorización de nuevos instrumentos financieros para la inversión de los recursos previsionales; el establecimiento de procedimientos para la medición del riesgo de las carteras de inversión de los Fondos de Pensiones; la realización cada 24 meses de las licitaciones públicas para adjudicar el servicio de administración de las cuentas de capitalización individual de las y los nuevos afiliados; la constitución y administración de un registro de candidatos(as) a director(a) en las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los Fondos; el establecimiento y control del pago de comisiones máximas por los fondos de pensiones a mandatarios a los que las AFP encarguen la administración de las inversiones en el extranjero; la adecuación periódica de las tablas de mortalidad vigentes y la realización de estudios técnicos y actuariales necesarios para el ejercicio de sus atribuciones; la determinación del factor de ajuste del retiro programado; la regulación del proceso operativo de pago de las cotizaciones de los afiliados voluntarios; la regulación del Aporte Previsional Voluntario Colectivo (APVC) que se realice en las AFP; y la regulación de la operación de la bonificación estatal asociada al APV y APVC.

En tercer lugar, dentro de la macro función de servicios e información a los usuarios se encuentra la constitución de la Secretaría Técnica del Consejo Técnico de Inversiones; la constitución y administración del Registro de Asesores Previsionales; la remisión a tribunales de los respectivos estudios técnicos derivados de la compensación económica en materia previsional en caso de nulidad o divorcio; la administración y mantención de

---

<sup>40</sup> Para dimensionar el alcance de las facultades de regulación de la SP, es posible revisar el Compendio de Normas del Sistema de Pensiones, el cual sistematiza en un cuerpo único toda la normativa dictada por la ex Superintendencia de AFP y la SP y aborda normas relativas a la afiliación al sistema (Libro I), las cotizaciones previsionales (Libro II), los beneficios previsionales (Libro III), los fondos de pensiones y regulación de conflictos de intereses (Libro IV) y, aspectos administrativos y operacionales de las AFP y del IPS (Libro V). Disponible en: <https://www.spensiones.cl/portal/compendio/596/w3-channel.html>

<sup>41</sup> Disponibles en: <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-propertyvalue-5942.html>

un Registro Público de médicos asesores de las y los afiliados en el proceso de calificación de invalidez; y la realización cada 24 meses de licitaciones públicas para adjudicar el servicio de administración de las cuentas de capitalización individual de los nuevos afiliados.

De acuerdo con el Informe de la así llamada “Comisión Bravo”<sup>42</sup> actualmente, la institucionalidad del sistema previsional incluye la regulación a través de la SP y la Superintendencia de Valores y Seguros<sup>43</sup>, el diseño y evaluación de políticas públicas a través de la Subsecretaría de Previsión Social. Adicionalmente, a las AFP de naturaleza privada, se incorpora el IPS que tiene por función principal la administración de los beneficios del Sistema de Pensiones Solidarias y se incorpora también la labor del Consejo Técnico de Inversiones, el Consejo Consultivo Previsional y la Comisión de Usuarios.

---

<sup>42</sup> BRAVO, D. et al. 2015. P.51.

<sup>43</sup> Actual Comisión para el Mercado Financiero (Ley N° 21.000).

## II. LOS CONTORNOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA DESPUÉS DE LA CRISIS Y SU RELACIÓN CON LAS PENSIONES

### 1. El contexto global de la regulación financiera

Luego de las últimas crisis financieras, y especialmente después del 2008, se produjo un fenómeno global de revisión de los modelos de supervisión financiera, generándose hasta la fecha importantes reformas en torno a su diseño institucional en todo el mundo<sup>44</sup>. La crisis del 2008 puso en cuestión la capacidad de los modelos de supervisión existentes para soportar razonablemente los enormes impactos de las crisis financieras globales, los cuales exceden ampliamente el costo privado que deben soportar las instituciones que pudieron haberlas iniciado<sup>45</sup>. Además, estos efectos son amplificadas por los niveles de interconexión e interdependencia existentes, por lo que resulta imprescindible contar con un diseño regulatorio que facilite la correcta supervisión del mercado financiero, cuya complejidad y dinamismo aumentan constantemente.

Como advierte la literatura, la crisis mostró la necesidad de reconsiderar el perímetro de la regulación financiera, pues una cantidad significativa de créditos riesgosos, muchas veces altamente concentrados, habían sido acumulados en entidades no reguladas o fuera del perímetro de los reguladores financieros<sup>46</sup>. En el mismo sentido, el análisis y las recomendaciones del “Basel Committee on Banking Supervision”<sup>47</sup> sugieren que la crisis desdibujó los contornos de lo que entendemos por regulación financiera, de

---

<sup>44</sup> GROUP OF THIRTY. 2008. The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Washington. p.12 y ss; MORALES, D. 2018. Comisión para el mercado financiero: un cambio en la estructura de supervisión financiera en Chile. Estudios Públicos 150(otoño 2018): 75-125. p.77.

<sup>45</sup> BRUNNERMEIER, M. et al. 2009. The fundamental principles of financial regulation. Londres, Centre for Economic Policy Research (CEPR); MORALES, D. 2018. Op. Cit., p.77.

<sup>46</sup> CARVAJAL, A. et. al. 2009. The Perimeter of Financial Regulation. International Monetary Fund.

<sup>47</sup> BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. 2010. Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation. Basel, Bank for International Settlements.

manera que es necesario identificar las áreas que presentan riesgos sistémicos que actualmente no están siendo totalmente captadas por la regulación.

En términos generales, los objetivos de la regulación financiera se refieren a (i) evitar abusos de poder de mercado; (ii) prevenir que agentes sofisticados exploten las ventajas que mantienen respecto de los consumidores financieros y del público general; y (iii) resolver las externalidades negativas de la industria. Luego, las principales fallas de mercado que justifican la intervención de los órganos supervisores, es decir, las externalidades negativas y las asimetrías de información, delimitan sus preocupaciones centrales: la estabilidad del sistema financiero y la preocupación por su adecuado funcionamiento a través de la protección de inversionistas y consumidores<sup>48</sup>. En la literatura, como se desarrollará en el capítulo siguiente, se suelen utilizar los conceptos de “regulación prudencial” para referirse a la preocupación por la estabilidad sistémica, es decir, hacerse cargo de los riesgos endógenos a las estructuras modernas del mercado financiero que puedan afectar el correcto funcionamiento del mercado en su conjunto<sup>49</sup>; y de “regulación conductual” para referirse al objetivo de que las conductas de los agentes de mercado satisfagan determinados estándares de honestidad y justicia<sup>50</sup>.

Consecuentemente, la idea de determinar un modelo de supervisión adecuado frente a estos objetivos supone maximizar las posibilidades de que los organismos competentes logren mantener el adecuado funcionamiento del mercado financiero, que resuelvan tempranamente hipótesis de riesgo y que puedan reaccionar con agilidad ante el surgimiento de crisis<sup>52</sup>. Así, desde una perspectiva institucional, la elección de un modelo de supervisión financiera pretende lograr que la función de resguardo de la

---

<sup>48</sup> MORALES, D. 2018. Op. Cit., p.79.

<sup>49</sup> Los riesgos sistémicos se refieren en general a (i) la solvencia y liquidez de determinadas entidades financieras; (ii) el resguardo de la cadena de pagos; y (iii) la estabilidad del mercado financiero completo.

<sup>50</sup> Se busca proteger a inversionistas y consumidores financieros de (i) fraude o abuso; (ii) problemas de agencia; o (iii) ejecución deficiente del mandato.

<sup>51</sup> Ibid.

<sup>52</sup> MORALES, D. y LAMBETH, G. 2017. La comisión para el mercado financiero y el perímetro regulatorio del regulador: algunas notas sobre sus implicancias. Anuario de Derecho Público Universidad Diego Portales 2017, Ediciones UDP. p.243

estabilidad del sistema financiero y la fe pública en el correcto funcionamiento del mercado (de acuerdo con los objetivos señalados anteriormente) sean fácticamente realizables o, en otras palabras, la determinación institucional resulta esencial al momento de hacer probable la consecución de dicho objetivo<sup>53</sup>.

Como se mencionó, la crisis financiera de 2008 evidenció en la práctica una serie de fallas en la regulación del mercado financiero y de los modelos de supervisión existentes hasta ese entonces. Esta constatación originó a su vez diferentes discusiones que se describen a continuación y que tuvieron luego un correlato de modificaciones institucionales en diferentes países.

a. Regla de competencia y perímetro regulatorio

Son esenciales a un modelo de supervisión la determinación de un objetivo y la orgánica que corresponda al mismo. Sin embargo, la estructura no se agota en esas dos cosas, pues desde una perspectiva funcional es necesario definir el modo o la manera en que se pretende conseguir ese objetivo, en otras palabras, la definición del ámbito de competencia del órgano llamado a supervisar el mercado financiero<sup>54</sup>.

En el contexto institucional chileno, por ejemplo, el ámbito de competencia de los órganos supervisores financieros está determinado por la naturaleza jurídica de los sujetos definidos previamente en la ley que actúan en el mercado financiero (modelo por silos o industrias). Si bien esto ha permitido soportar con relativo éxito el impacto de las crisis financieras, tanto la experiencia institucional comparada como la literatura después de la crisis del 2008 sugieren que este esquema puede presentar muchos problemas, entre ellos, la posibilidad de arbitrajes regulatorios, los riesgos de las actividades del “*shadow banking*”, la descoordinación regulatoria entre organismos supervisores, los problemas asociados a la forma de delimitación del perímetro regulatorio, los reclamos

---

<sup>53</sup> *Ibid.* Sobre la relación de la estructura y la función en las instituciones jurídicas, véase ATRIA, F. 2016. La forma del Derecho. Marcial Pons, Santiago. pp.136 y ss.

<sup>54</sup> MORALES, D. y LAMBETH, G. 2017. *Op. Cit.*, p.244.

sobre vulneración de garantías fundamentales de personas y entidades sancionadas, puntos ciegos de supervisión, carencia de visión sistémica y de supervisión de riesgos consolidados, la imposibilidad de supervisar conglomerados financieros, entre otros<sup>55</sup>.

Una de las enseñanzas en materia de regulación financiera, entonces, es que el modelo de silos tiene serias limitaciones especialmente al momento de supervisar correctamente las actividades desarrolladas por grupos o conglomerados financieros, así como al momento de fiscalizar instrumentos y servicios financieros innovadores y cada vez de mayor complejidad. Así, dada la difuminación de los límites de cada actividad o sector al interior del mercado financiero, la presencia de conglomerados y la innovación que facilita el surgimiento de nuevos instrumentos y actividades, parece ser necesario un cambio en la forma de determinación del espacio competencial de supervisión, pasando a uno vinculado con el objeto de supervisión y estabilidad del mercado financiero junto con el desarrollo de actividades en ese ámbito<sup>56</sup>. Como se mencionaba, la crisis evidenció que una actividad puede presentar serios riesgos para el adecuado funcionamiento y la estabilidad del mercado financiero, a la vez que es realizada por una entidad que no se encuentra regulada ni supervisada por la autoridad financiera.

Lo anterior trajo consigo una serie de reformas institucionales en varios países que pasaron a tener reguladores con normas de competencia y un perímetro regulatorio más amplio, a la vez que adoptaron modelos de “cumbres gemelas” (*twin peaks*)<sup>57</sup> o integrados. Por ejemplo, en Chile se amplió el mandato de la Comisión para el Mercado Financiero en la ley 21.000, así como el perímetro regulatorio y se adoptó un modelo de supervisión integrada donde ésta institución tomó las competencias del regulador de valores y seguros, por un lado, y de bancos e instituciones financieras, por el otro.

---

<sup>55</sup> Informe de la Comisión Investigadora de la actuación de los organismos públicos competentes en relación al eventual fraude de empresas de inversión, 15 de septiembre de 2016 sobre los casos AC Inversions, IM Forez e Investing Capital; MORALES, D. y LAMBETH, G. 2017. Op. Cit., pp.244-245.

<sup>56</sup> MORALES, D. y LAMBETH, G. 2017. Op. Cit., pp.264-265

<sup>57</sup> Véase TAYLOR, M. 1995. “Twin Peaks”: A regulatory structure for the new century. Centre for the study of financial innovation, N°20, diciembre.

## b. Métodos de supervisión

De acuerdo con Julia Black, muchas de las estrategias regulatorias de la “nueva gobernanza” que han reemplazado en las últimas dos décadas la tradicional regulación del ‘*command and control*’ evidenciaron sus falencias en la crisis financiera de 2008. En particular, la autora sostiene que la regulación basada en riesgo es una estrategia inherentemente compleja y potencialmente contradictoria en sí misma. En la práctica, este modelo supone que el regulador debe manejar tres cosas: riesgos, recursos y reputación. Sin embargo, sostiene que en primer lugar el uso del término “riesgo” es complejo, pues muchas veces los reguladores y las empresas operan en un mundo incierto e impredecible, donde la mayoría de los riesgos son desconocidos o inconmensurables, particularmente en el caso de la regulación financiera. Así, lo que se describe como “riesgo” es en realidad una “incerteza” y, en este contexto, son necesarias una serie de suposiciones complejas en relación con el futuro y con qué tan resistentes resultarán las operaciones de una empresa o el sistema regulatorio en su conjunto en caso de que esos riesgos se materialicen. En segundo lugar, la regulación basada en riesgo es una estrategia para manejar recursos limitados y como tal, significa que el regulador no se enfocará en ciertas cosas que previamente sí hacía, ya que ahora no serán prioritizadas. En tercer lugar, la regulación basada en riesgo es frecuentemente también adoptada como una estrategia para proteger o mejorar la reputación y la legitimidad del regulador, sin que eso traiga consigo verdaderas mejoras en los métodos de supervisión<sup>58</sup>.

De acuerdo con la autora, si bien no hay una clara correlación entre la adopción de un sistema basado en riesgo per sé y la presencia o ausencia de fallas regulatorias antes o durante la crisis, porque además los modelos de SBR pueden ser muy diferentes entre sí, de igual forma la experiencia del FSA (regulador financiero UK) puede ser ilustrativa<sup>59</sup>,

---

<sup>58</sup> BLACK, J. 2012. Paradoxes and Failures: ‘New Governance’ Techniques and the Financial Crisis. Op. Cit., p.1053.

<sup>59</sup> BLACK, J. 2012. Paradoxes and Failures: ‘New Governance’ Techniques and the Financial Crisis. Op. Cit., p.1054.

pues muestra algunas de las contradicciones internas y puntos calves de la vulnerabilidad en el diseño y la operacionalización de los sistemas basados en riesgo.

Según esta experiencia, Black sostiene que al diseñar el modelo, la selección y priorización de los riesgos puede estar basada en supuestos incorrectos, así como pueden utilizarse indicadores erróneos. Igualmente, los que están fuera de la organización pueden impugnar la priorización de los riesgos (aunque generalmente después de que el riesgo ya está cristalizado). Por otro lado, en su implementación, los que están más arriba en la organización del regulador pueden perder control aguas abajo y puede dedicarse demasiado tiempo analizando los riesgos y muy poco actuando en respuesta a ellos. Tal como ocurre en el caso de la supervisión basada en principios, si los reguladores son muy reticentes a desafiar a la “alta gerencia”, tienen insuficientes herramientas o habilidades para analizar las empresas, no son suficientemente proactivos en identificar riesgos emergentes o muy lentos para actuar, entonces cualquier sistema basado en riesgo va a fracasar<sup>60</sup>.

La crisis ilustró la tensión fundamental en el centro de la supervisión basada en riesgo, entre las demandas de simultáneamente tratar de manejar riesgos, recursos y reputación. La regulación basada en riesgo muchas veces requiere que el regulador viva en una contradicción: la realidad puede ser una asignación, selección y priorización imperfectas de los recursos ante riesgos desconocidos y, frecuentemente, desconocidos con la aceptación incorporada de que cierto grado de falla de los reguladores no solo es predecible sino también aceptable<sup>61</sup>.

Esto es especialmente relevante porque hace necesario profundizar y discutir los modelos de supervisión que hasta entonces se consideraban como los más adecuados

---

<sup>60</sup> BLACK, J. 2012. Paradoxes and Failures: ‘New Governance’ Techniques and the Financial Crisis. Op. Cit., p.1055.

<sup>61</sup> BLACK, J. 2012. Paradoxes and Failures: ‘New Governance’ Techniques and the Financial Crisis. Op. Cit., pp.1055-1056.

para la supervisión financiera y que se han ampliado también a otros sectores regulados, como los fondos de pensiones.

### c. Coordinación regulatoria

Los fenómenos antes descritos y los modelos existentes en materia de regulación financiera han generado espacios regulatorios compartidos entre diferentes organismos supervisores, así como también las posibilidades de arbitraje regulatorio han evidenciado vacíos o puntos ciegos de supervisión<sup>62</sup>, por lo que ha sido necesario revisar en cada caso las reglas de coordinación existentes<sup>63</sup>.

Lo anterior motivó a varios países a adoptar reglas de coordinación entre agencias regulatorias, tanto a nivel nacional como internacional. Por ejemplo, en Chile se incorporó con la ley 21.000 un cambio a la Ley de Bases de los Procedimientos Administrativos que rigen los actos de los Órganos de la Administración del Estado, agregando un nuevo artículo 37 bis que establece la obligación de coordinación cuando el acto de un órgano de la Administración tenga claros efectos en los ámbitos de competencia de otro órgano, debiendo el primero remitir todos los antecedentes y requerir del segundo un informe para evitar o precaver conflictos de normas con el objeto de resguardar la coordinación entre los órganos involucrados.

En el mismo sentido, y como un ejemplo de coordinación en cuanto a estándares internacionales, la Ley General de Bancos recientemente aprobada en nuestro país tuvo como uno de sus principales objetivos fortalecer los requerimientos de capital de las empresas bancarias, alineando la regulación local a los estándares internacionales de “Basilea III”.

---

<sup>62</sup> MORALES, D. y LAMBETH, G. 2017. Op. Cit., p.259.

<sup>63</sup> Véase FREEMAN, J. and ROSSI, J. 2012. Agency coordination in shared regulatory space”. Harvard Law Review, Vol. 125.

Así, la crisis evidenció la necesidad de preocuparse por la coordinación nacional e internacional de los diferentes supervisores financieros.

d. Mecanismos de intervención ex post crisis

Hasta aquí los aspectos revisados son de carácter preventivo, pero también después de la crisis se hicieron modificaciones a las regulaciones aplicables durante y post crisis, es decir, alertas tempranas, normas de resolución para los bancos con el objeto de que no se siga expandiendo el problema<sup>64</sup>, etc. Por ejemplo, en la recién publicada nueva Ley General de Bancos en Chile, uno de los principales objetivos fue introducir modificaciones a los mecanismos de estabilización y regularización temprana de las empresas bancarias en riesgo de insolvencia.

e. Modernización de los gobiernos corporativos y otros cambios en torno al diseño institucional

Los procesos de reformas institucionales posteriores a la crisis financiera realizaron una serie de modificaciones a la dirección de estos órganos buscando mayores niveles de independencia del poder central. Por ejemplo, se convirtieron órganos unipersonales en órganos colegiados, se modificaron las formas de nombramiento y remoción, los presupuestos asociados a estas agencias, etc.

En Chile, la Comisión para el Mercado Financiero se constituyó como un regulador colegiado compuesto por cinco comisionados que conforman el Consejo de la Comisión, el cual ejerce las funciones de dirección superior del órgano. De los cinco comisionados, uno será designado por el Presidente de la República y los otros cuatro serán designados por el Presidente de la República previa ratificación del Senado por los cuatro séptimos de sus miembros en ejercicio. Durarán seis años en sus cargos, pudiendo ser reelegidos sólo por un nuevo período y se renovarán en pares cada tres años, según corresponda.

---

<sup>64</sup> Véase ARMOUR, J. 2015. Making Bank Resolution Credible. The Oxford Handbook of Financial Regulation pp.454-482.

Establecido lo anterior, y considerando que los fondos de pensiones son en muchos países uno de los inversionistas institucionales más relevantes del mercado financiero, parece necesario revisar si los avances aquí señalados y las discusiones en torno a estos temas y al diseño institucional de los reguladores financieros se dio también respecto de los fondos de pensiones. En otras palabras, si los fondos de pensiones se rentabilizan a través de instrumentos financieros alcanzando elevados porcentajes del PIB de los países para pagar beneficios de seguridad social, ¿no es necesario también preguntarse por los mismos riesgos sistémicos que motivaron las modificaciones en materia de supervisión financiera post crisis?

## 2. El caso de Chile: las comisiones de expertos(as) y la ley N° 21.000

Para plantear el problema, veamos el caso de Chile, el cual no fue la excepción en la ola de procesos globales de revisión de la institucionalidad de supervisión financiera. La intención de este capítulo es analizar si en el marco de estos procesos se consideró o se discutió sobre la regulación de los fondos de pensiones y su diseño institucional.

En primer lugar, en el marco de la Agenda Mercado de Capitales Bicentenario (MBK), el Ministerio de Hacienda se propuso en 2010 efectuar una serie de reformas institucionales al sistema de regulación y supervisión del mercado financiero, con el objeto de garantizar un mercado de capitales transparente, solvente, con una adecuada protección de consumidores e inversionistas y acorde con las necesidades de Chile para el siglo XXI<sup>65</sup>. Para lo anterior, en agosto de 2010, encargó el análisis del actual sistema de supervisión y regulación financiera a una comisión de expertos, presidida por Jorge Desormeaux e integrada por Arturo Cifuentes, Luis Cordero, Pablo Correa, Alejandro Ferreiro, Ronald Fischer y Arturo Yrarrázaval (en adelante también “Comisión Desormeaux”). La misión de ésta Comisión en concreto fue analizar la actual estructura

---

<sup>65</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Informe final. Comisión de reforma a la regulación y supervisión financiera. Santiago. p.4.

de regulación y supervisión del mercado financiero y de manejo de riesgos sistémicos y proponer posibles perfeccionamientos a ésta, en base a las lecciones dejadas por la reciente crisis financiera y la experiencia nacional e internacional<sup>66</sup>.

Como diagnóstico, la Comisión señaló que durante las dos últimas décadas el sector financiero ha experimentado una intensa transformación a nivel mundial, la que se ha caracterizado por la internacionalización de los mercados, una mayor desregulación de la industria, el desdibujamiento de las fronteras entre los sectores tradicionales -banca, seguros, administración de fondos y valores-, la ampliación del abanico de instrumentos financieros (especialmente productos derivados), la aparición de nuevos tipos de participantes (por ejemplo, hedge funds y private equity firms) y el creciente rol de los conglomerados financieros<sup>67</sup>. Señalan que particularmente en el caso de Chile, el sector financiero ha tenido un desarrollo explosivo en las últimas décadas, transversal a todos los segmentos del mercado, incluyendo los ahorros acumulados en los fondos de pensiones, el volumen del crédito bancario como proporción del producto, la capitalización de las S.A cotizadas en bolsa, etc.

De acuerdo con la Comisión, estos cambios suponen riesgos significativos para el sector financiero y para la economía en general, dada la importancia sistémica de éste<sup>68</sup>. El problema es que esta transformación no ha tenido como contrapartida un proceso de modernización de los sistemas de regulación y supervisión financiera que permita hacer frente a estos mayores riesgos, lo que se ha hecho especialmente patente a causa de la reciente crisis financiera mundial y ha motivado a las principales economías del mundo a realizar importantes reformas en cuanto a la orientación de la supervisión financiera y el diseño institucional de la misma<sup>69</sup>. Agregaron que en Chile, el diseño institucional de la supervisión financiera deriva de la Misión Kemmerer de 1925 y supone

---

<sup>66</sup> Ibid.

<sup>67</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Op. Cit., p.17.

<sup>68</sup> Ibid.

<sup>69</sup> Ibid.

Superintendencias sectoriales, con jefaturas de carácter unipersonal y de exclusiva confianza del Presidente, quien tiene libertad para designar y remover<sup>70</sup>. Adicionalmente, según la Comisión, diferentes Informes de organismos internacionales, tales como el Financial Sector Assessment Program de 2004 (FMI - Banco Mundial) y el Accession Review de la OCDE de 2009, han reconocido la presencia de muchos de estos riesgos en nuestro país.

La Comisión describe la situación actual en Chile como un modelo de supervisión institucional o por silos, dado que el estatuto legal de las instituciones supervisadas define la órbita de sus competencias y los objetivos de supervisión de las tres superintendencias sectoriales existentes: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, Superintendencia de Valores y Seguros y Superintendencia de Pensiones, cumpliendo también el Banco Central un rol de regulación. Luego, señalan que la regulación bancaria y de seguros se ha centrado en la solvencia de los agentes a través del establecimiento de medidas de endeudamiento y capital mínimo requerido; por otra parte la regulación de valores se ha enfocado en la integridad del mercado y la disponibilidad de información para que los inversionistas tomen decisiones informadas<sup>71</sup>. Por su parte, la Superintendencia de Pensiones se incluye dentro del entramado institucional en el contexto de la Reforma Previsional de 2008 como sucesora y continuadora legal de la SAFP<sup>72</sup>, la cual tiene por objeto fiscalizar el funcionamiento de las AFP en sus aspectos jurídicos, administrativos y financieros. Además, supervigila y fiscaliza el Sistema de Pensiones Solidarias y los regímenes de prestaciones de las cajas de previsión y del Servicio de Seguro Social que administra el IPS<sup>73</sup>.

Respecto de las potestades regulatorias, la Comisión señala que aun cuando las tres superintendencias disponen de cierta capacidad normativa mediante la cual expiden instrucciones, circulares y normas de carácter general, su foco primario hasta ahora ha

---

<sup>70</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Op. Cit., p.18.

<sup>71</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Op. Cit., p.39.

<sup>72</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Op. Cit., p.37

<sup>73</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Op. Cit., p.39.

estado dado por la verificación del cumplimiento formal del marco regulatorio por parte de las instituciones supervisadas. Esto, en opinión de la Comisión, sin duda impide que nuestra regulación pueda adaptarse en forma oportuna a los desafíos que impone el desarrollo de los mercados financieros<sup>74</sup>.

En cuanto a la coordinación regulatoria, señala la Comisión que actualmente existen dos instancias que cumplen ese objetivo: el Comité de Superintendentes del Sector Financiero (CSSF) y el Comité de Mercado de Capitales (CMK). El primero fue creado el 2001 mediante Resolución Conjunta de la SBIF, SVS y SAFP como instancia de colaboración y coordinación entre dichos organismos en materias de supervisión, regulación, intercambio de información, capacitación y educación financiera, para avanzar hacia una supervisión consolidada y velar por el buen funcionamiento de los mercados financieros<sup>75</sup>. Por otra parte, el CMK se creó en los '90, con el objeto principal de coordinar el diseño legislativo y regulatorio y la implementación de las políticas públicas destinadas a mejorar y perfeccionar el mercado de capitales, así como para coordinar a las instituciones supervisoras en episodios de stress financiero<sup>76</sup>.

Finalmente, las principales recomendaciones de la Comisión fueron las siguientes:

- a. El modelo de supervisión financiera que prevalece en Chile necesita ser reformado porque (i) no tiene capacidad para supervisar el riesgo consolidado de los conglomerados financieros; (ii) la autoridad unipersonal de las Superintendencias, unida a sus amplios poderes de fiscalización y sanción, da garantías acotadas de un debido proceso a los afectados y dispone de una reducida capacidad normativa; (iii) los organismos reguladores tienen independencia limitada por su diseño institucional; (iv) al combinar diversos objetivos en un mismo organismo, algunos de ellos se ven sacrificados.

---

<sup>74</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Op. Cit., p.40.

<sup>75</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Op. Cit., p.42.

<sup>76</sup> DESORMEAUX, J. et al. 2011. Op. Cit., p.43.

- b. Sugieren adoptar un modelo de Twin Peaks o de regulación por objetivos, que agrupa las tareas de supervisión y regulación financiera en dos grandes áreas: supervisión de solvencia y de conducta de mercado.
- c. En el esquema propuesto se crearía un Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) integrado por el ministro de Hacienda, Presidente del Banco Central y los presidentes de tres nuevas Comisiones: la de Solvencia (CS); de Conducta de mercado y Protección al Consumidor (CCM) y de Pensiones (CP).
- d. Se propone que las SBIF y la SVS se reorganicen en dos nuevas entidades, la Comisión de Solvencia (CS) y la Comisión de Conducta de Mercado (CCM). Por otro lado, no se proponen cambios a la estructura de la Superintendencia de Pensiones, recientemente reformada, a excepción de su gobierno corporativo donde sí se sugiere adoptar los mismos cambios que las otras comisiones (colegiado y mayor independencia).
- e. Se propone formar un Comité de Reguladores del cual participen la CS, la CCM y la CP, cuya finalidad sea compartir información, armonizar regulaciones y supervisar en forma consolidada los conglomerados financieros.
- f. Se considera indispensable avanzar en: (i) dotar a las entidades regulatorias de mayores facultades normativas; (ii) instalar un sistema integrado de evaluación de impacto regulatorio; (iii) mejorar el proceso sancionatorio, dando mayores garantías de objetividad e imparcialidad.

En particular, respecto de la Superintendencia de Pensiones, la Comisión considera prematuro redistribuir las funciones de la actual SP en las dos autoridades supervisoras que contempla la propuesta, por las siguientes razones:

- a. Porque la SP recientemente fue objeto de una reforma en la cuál se hizo cargo de diversas recomendaciones internacionales y sentó las bases para avanzar hacia un enfoque de supervisión preventivo y que se focalice en el riesgo de instituciones y procesos.

- b. Porque la reforma de 2008 incorporó a la SP atribuciones en materia de supervisión del pilar solidario del sistema de pensiones.
- c. Porque la SP presenta competencias respecto de los Administradores del Fondo de Cesantía, por lo que se inserta tanto en dominios financieros como en los propios de la seguridad social. De hecho, se relaciona con el Presidente de la República a través del ministerio del Trabajo y Seguridad Social.
- d. Porque el tema previsional es sumamente sensible para toda la población.

En base a todo lo anterior, la Comisión es partidaria de no introducir cambios en la SP, exceptuando las recomendaciones de modificar su gobierno corporativo, en la línea de lo que se propone para las Comisiones de Solvencia y de Conducta de Mercado y Protección al Consumidor, y considerando necesaria la participación de su Presidente en el CEF. Por su parte, los cambios de gobierno corporativo que se proponen para cada una de las entidades supervisoras (incluida SP) son la creación de un órgano colegiado conformado por cuatro directores(as) cada uno, designados por seis años y los nombramientos iniciales serán por períodos escalonados, para asegurar que cada año no expire el mandato de más de un integrante, y existirá un sistema de designación y remoción independiente. Asimismo, el superintendente de Pensiones participará de las instancias de coordinación propuestas por la Comisión, es decir, del Comité de Reguladores y del Consejo de Estabilidad Financiera.

Con posterioridad a las conclusiones y recomendaciones de la “Comisión Desormeaux”, el 3 de julio de 2013, durante el primer mandato del Presidente Sebastián Piñera, el ejecutivo ingresó el proyecto de ley que creaba la Comisión de Valores y Seguros (CVS)<sup>77</sup>, la cual tenía como objeto principal modernizar el gobierno corporativo de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), transformándolo desde un modelo unipersonal a uno colegiado para dotar al órgano supervisor de mayor independencia del poder central, consistencia dinámica, racionalización de las decisiones, mayores

---

<sup>77</sup> Véase Boletín N° 9015-05:  
[https://www.camara.cl/pley/pley\\_detalle.aspx?prmID=9420&prmBoletin=9015-05](https://www.camara.cl/pley/pley_detalle.aspx?prmID=9420&prmBoletin=9015-05)

exigencias de fundamentación, aprovechamiento de las diversas experiencias profesionales y académicas de sus miembros, entre otros<sup>78</sup>.

En noviembre de 2014, durante el segundo mandato de la Presidenta Michelle Bachelet, se convocó un nuevo grupo de expertos para formar un equipo técnico de trabajo presidido por el profesor de derecho administrativo Luis Cordero (en adelante también “Comisión Cordero”), con el objetivo de analizar el proyecto ingresado en julio de 2013 y determinar si resultaba necesario modificar o reforzar ciertos aspectos del mismo.

Esta Comisión señaló como punto de partida un diagnóstico similar al realizado por la “Comisión Desormeaux”, es decir, que el mercado de capitales chileno ha experimentado un desarrollo explosivo en las últimas décadas, exhibiendo actualmente altos niveles de internacionalización y para hacer frente a los desafíos que plantean un mercado más dinámico e integrado se requiere modernizar los sistemas de regulación y supervisión<sup>79</sup>. Así, el Grupo de Trabajo valoró los avances que el proyecto de ley contemplaba, sobre todo en cuanto a aumentar la potestad normativa del regulador para favorecer una adaptación del marco normativo que rige al mercado financiero. Sin embargo, propuso una serie de recomendaciones relativas al gobierno corporativo de la comisión, al régimen laboral, al sistema de financiamiento, a sus facultades normativas, al procedimiento sancionatorio, al desarrollo y funcionamiento de los mercados de valores y seguros, a las bolsas de valores y al perímetro regulatorio<sup>80</sup>. De estas recomendaciones destacan la sugerencia de ampliar aun más las potestades normativas del regulador una vez implementado el nuevo esquema institucional; establecer un mecanismo de coordinación y co-regulación obligatoria entre la CVS y distintos organismos de la Administración Pública; así como flexibilizar la determinación del perímetro regulatorio y, en particular, los tipos de instrumentos sometidos a su

---

<sup>78</sup> MORALES, D. 2018. Op. Cit., p.98. Para un desarrollo véase: PARDOW, D. 2018. ¿Control o autonomía? El debate sobre agencias regulatorias independientes. Revista de derecho Valdivia, Vol. 31: 2(2018).

<sup>79</sup> CORDERO, L. et al. 2015. Grupo de Trabajo para el fortalecimiento institucional del mercado de capitales. Informe de Recomendaciones. p.3.

<sup>80</sup> Véase resumen de las recomendaciones en: CORDERO, L. et al. 2015. Op. Cit., pp.7-10.

regulación<sup>81</sup>. La comisión no realiza ninguna recomendación en materia de supervisión de pensiones.

Por otro lado, en abril del año 2015, el Consejo Asesor Presidencial contra los Conflictos de Interés, el Tráfico de Influencias y la Corrupción (en adelante también “Comisión Engel”), presentó sugerencias relevantes sobre el diseño de los gobiernos corporativos de los supervisores sectoriales, para así ofrecer mayores niveles de confianza, credibilidad y transparencia en los mercados<sup>82</sup>.

El 12 de junio de 2015 se presentó una indicación al proyecto que crea la CVS, la cual buscaba incorporar modificaciones que siguen de cerca las recomendaciones establecidas por la “Comisión Cordero” y la “Comisión Engel”. Dentro de las modificaciones más importantes se encuentran la ampliación de su mandato institucional, incluyendo el deber de promover el desarrollo del mercado; el reforzamiento de sus facultades de fiscalización, detección y sanción; la extensión de la protección legal a todos sus funcionarios; el establecimiento de un requisito de dedicación exclusiva para los comisionados; el fortalecimiento del régimen de post-empleo; la incorporación de mecanismos de coordinación regulatoria; y la creación de un Comité de Autorregulación.

Luego, a fines del año 2016, en un contexto en que acontecimientos de alta connotación pública ocurridos en el mercado financiero nacional dejaron al descubierto una serie de deficiencias en materia de supervisión financiera, el ejecutivo presentó modificaciones sustantivas al proyecto que se venía tramitando desde 2013. Así, el 26 de octubre del mismo año, el ejecutivo presentó a la Comisión Mixta una propuesta para resolver las divergencias surgidas entre ambas cámaras, dentro de la cual el cambio más relevante consistió en sustituir la CVS por una nueva Comisión para el Mercado Financiero

---

<sup>81</sup> Véase CORDERO, L. et al. 2015. Op. Cit., “Parte B”.

<sup>82</sup> Véase Informe Final del Consejo Asesor Presidencial contra los conflictos de interés, el tráfico de influencias y la corrupción, pp. 84 y ss. Disponible en: <http://consejoanticorrupcion.cl/informe/>

(CMF), aprobada en la Comisión Mixta y ratificada en votación prácticamente unánime. La ley 21.000 fue publicada el 23 de febrero de 2017.

La nueva CMF tiene por objeto, de acuerdo con el artículo 1° de la ley antedicha, “velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública” agregando que “para ello deberá mantener una visión general y sistémica del mercado, considerando los intereses de los inversionistas, depositantes y asegurados, así como el resguardo del interés público”. Luego, el artículo 3° establece las instituciones que serán sometidas a la fiscalización de la CMF y a continuación señala expresamente que “no quedan sujetas a la fiscalización de esta Comisión las administradoras de fondos de pensiones”. Sin perjuicio de esto, el mismo inciso agrega lo siguiente: “[n]o obstante, cuando éstas realicen actividades que produzcan o puedan producir efectos sobre las materias que son de competencia de la Comisión, deberán adoptarse, a iniciativa de ésta o de los correspondientes organismos fiscalizadores, los mecanismos necesarios para observar el principio de coordinación que rige a los órganos de la Administración del Estado en el cumplimiento de sus funciones, facilitando la debida colaboración y evitando la interferencia de funciones”. Si bien durante la tramitación legislativa no se discutió ni profundizó la posibilidad de incluir la supervisión de los fondos de pensiones y las AFP en esta nueva Comisión, algunos parlamentarios manifestaron su preocupación frente a la ambigüedad de esta norma de coordinación, mientras que otros valoraron que las modificaciones realizadas a la SVS pudieran aplicarse en el futuro también a la Superintendencia de Pensiones.

En el ámbito de discusión de proyectos de ley en materia propiamente del sistema previsional (ninguno de los cuales ha sido aprobado), es posible mencionar dos instancias donde el problema fue discutido superficialmente. En primer lugar, el 16 de junio de 2014, durante el segundo mandato de la Presidenta Michelle Bachelet, se presentó el proyecto de ley que crea una Administradora de Fondos de Pensiones del Estado (Boletín N° 9299-13) el cual tenía por objeto aumentar la cobertura en materia de

pensiones de las y los trabajadores de menores rentas, independientes y de zonas geográficas alejadas, así como introducir mayor competencia en el sistema de AFP. En segundo lugar, con fecha 14 de agosto de 2017 y en el contexto de masivas manifestaciones contra las AFP y el sistema de pensiones, el ejecutivo ingresó una reforma previsional compuesta por tres proyectos de ley que (i) modificaba la Carta Fundamental para crear el Consejo de Ahorro Colectivo (Boletín N° 11370-07); (ii) creaba el Nuevo Ahorro Colectivo, aumenta la cobertura del sistema de pensiones y fortalece el Pilar Solidario (Boletín N° 11272-13); y (iii) introducía cambios regulatorios al Sistema de Capitalización Individual (Boletín N° 11371-13). En ambos casos se presentó el problema de quién sería el órgano supervisor del nuevo ente estatal que se incorporaría al sistema: en el primer caso se trataría de una AFP estatal y en el segundo de un órgano constitucionalmente autónomo que daría paso a un sistema mixto de seguridad social.

Finalmente, con fecha 6 de noviembre de 2018, el ejecutivo envió al Congreso el proyecto de ley que Mejora las pensiones del sistema de pensiones solidarias y del sistema de pensiones de capitalización individual, crea nuevos beneficios de pensión para la clase media y las mujeres, crea un subsidio y seguro de dependencia (Boletín N° 12212-13). Si bien este proyecto no introduce una nueva institucionalidad pública que administre seguridad social, es posible que una modificación como ésta sea introducida como indicación o al menos discutida, razón por la cual es probable que durante la discusión en particular en la Comisión de Trabajo y Seguridad Social y en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados, y luego en el Senado, se presenten problemas referidos a la regulación y supervisión de los fondos de pensiones.

En conclusión, han existido diversas instancias técnicas y legislativas en que el problema de la supervisión de las AFP y los fondos de pensiones, así como su diseño institucional, podrían haberse abordado de manera profunda en relación con las reformas y los avances de la regulación financiera. Sin embargo, esto no se ha hecho o al menos no con la profundidad necesaria. Nótese por ejemplo las razones explícitas que se esgrimen por

la “Comisión Desormeaux” para no proponer cambios a la Superintendencia de Pensiones: porque esta ya fue objeto de una reforma recientemente que se hizo cargo de diversas recomendaciones internacionales y sentó las bases para avanzar a una supervisión preventiva basada en riesgo de instituciones y procesos, porque esa reforma incorporó atribuciones en materia de supervisión del pilar solidario del sistema de pensiones, porque presenta competencias respecto de los Administradores del Fondo de Cesantía por lo que se inserta tanto en dominios financieros como en los propios de la seguridad social, y porque el tema previsional es sumamente sensible para toda la población. De las razones esgrimidas, las cuales no se profundizan, surgen al menos las siguientes preguntas: ¿la reforma reciente de la SP efectivamente adopta los avances de la regulación financiera post crisis? ¿es suficiente razón decir que la SP tiene también atribuciones en la supervisión del pilar solidario del sistema, siendo que por otro lado hay un fuerte componente financiero del sistema en relación con el pilar contributivo? ¿es suficiente decir que la SP se inserta tanto en materias financieras como de seguridad social para no adoptar mejoras en la supervisión de materias financieras? Finalmente, si el tema previsional es sumamente sensible para toda la población, ¿no debiera por la misma razón ponerse especial énfasis en su regulación y supervisión?

Es más, las diferentes comisiones aquí señaladas y la literatura académica reconoce a la SP, los fondos de pensión y las AFP dentro de la arquitectura institucional financiera, sin embargo, al momento de reformar su diseño no se hace cargo de este punto y las implicancias para el diseño institucional de su regulador prudencial, más allá de la modernización en cuanto a su composición y sistema de nombramiento.

### **III. UNA APROXIMACIÓN AL PROBLEMA DESDE LA TEORÍA DE LA REGULACIÓN NORMATIVA**

El objeto de este capítulo es explorar cierta literatura de la teoría de la regulación normativa para analizar la discusión presentada en el capítulo anterior, que no ha sido desarrollada con profundidad en las diferentes instancias gubernamentales o legislativas antedichas, es decir, ¿son aplicables las lecciones o mejoras adoptadas post crisis de 2008 en la supervisión financiera, a la supervisión de los fondos de pensiones en nuestro país? O en otras palabras, ¿qué es lo propiamente financiero en el mundo de las pensiones que requiere un correlato mejorado en lo institucional?

#### **1. El funcionamiento de los fondos de pensiones y las AFP en Chile**

Detengámonos un momento para entender en términos generales cómo funcionan los fondos de pensiones y sus Administradoras en Chile, cómo se encuentran reguladas y cuál es su relevancia en nuestra economía. Lo anterior, con el objeto de develar aquello propiamente financiero del mundo de las pensiones que pudiera dar cuenta de una realidad institucional en la que tiene sentido recurrir a los fundamentos y categorías de la regulación financiera para reevaluar sus métodos de supervisión y diseño institucional.

En primer lugar, nótese que la regulación más relevante referida al objeto y funcionamiento de las AFP, así como su régimen de inversión se encuentra en el Título IV del DL 3.500 de 1981, complementado por el Libro IV del Compendio de Normas del Sistema de Pensiones de la SP, denominado “Fondos de pensiones y regulación de conflictos de intereses”. A continuación se describirán los aspectos más relevantes de esta regulación.

Como ya se mencionó, las AFP son sociedades anónimas que tienen por objeto exclusivo administrar Fondos de Pensiones y otorgar y administrar las prestaciones y

beneficios que establece la ley. Adicionalmente, la ley establece la obligación para cada Administradora de mantener cuatro Fondos diferentes, los que se denominarán Fondo de Pensiones Tipo B, C, D y E, pudiendo cada Administradora mantener un Fondo adicional que se denominará Tipo A. Estos fondos están compuestos por los saldos totales de las cotizaciones obligatorias, depósitos convenidos y cotizaciones voluntarias, así como la cuenta de ahorro voluntario y la cuenta de ahorro de indemnización a que se refiere el artículo 165 del Código del Trabajo. Para determinar cuáles de estos recursos permanecen en qué fondo y en qué cantidad, la ley establece algunas reglas obligatorias y otras reglas de defecto cuando las y los afiliados no optan por ninguno, para resguardar sus intereses en atención a los distintos niveles de riesgo, siendo la regla general la libre elección. Así, por ejemplo, si al cumplir 56 años de edad en el caso de los afiliados hombres y 51 años en el caso de las mujeres, su saldo por cotizaciones obligatorias se encontrare en el Fondo tipo A, éste deberá traspasarse a cualquiera de los fondos restantes dentro del plazo de 90 días. Igualmente, el artículo 23 en su inciso 4 establece una regla de defecto en caso de que la o el trabajador no opte por ninguno de los Fondos al momento de afiliarse a la AFP.

Luego, hay que comprender que el funcionamiento de las AFP puede dividirse en dos negocios diferentes: la administración de cuentas, por un lado; y la administración de carteras, por el otro. Lo cierto es que las economías de escala son de verdad relevantes en la administración de cuentas, no así en la administración de carteras, donde existen múltiples manejadores de cartera en el mercado<sup>83</sup>. De hecho, de acuerdo con la ley, las AFP pueden encargar la función de administración de cartera de los recursos que componen los fondos a sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo sea la administración de cartera de recursos previsionales. Estas sociedades deberán acreditar un capital mínimo de 20.000 UF y mantener permanentemente un patrimonio al menos igual al capital mínimo exigido. Asimismo, la ley establece un capital mínimo necesario para la

---

<sup>83</sup> VALDÉS, R. y BENAVIDES, P. 2018. Pensiones en Chile: antecedentes y contornos para una reforma urgente. *Temas de la Agenda Pública*, 13(107), 1-19. Centro de Políticas Públicas UC. p.11.

formación de una AFP equivalente a 5.000 UF y éstas deberán mantener permanentemente un patrimonio al menos igual al capital mínimo exigido, el cual aumentará en relación al número de afiliados que se encuentren incorporados a ella. Se establecen también una serie de requisitos para los accionistas fundadores de una AFP. La Administradora deberá llevar contabilidad separada del patrimonio de cada uno de los Fondos de Pensiones y deberá mantener un activo denominado “Encaje”, equivalente a un uno por ciento de cada fondo, el cual se invertirá en cuotas del mismo y tendrá por objeto responder de la rentabilidad mínima, a la cual se hará mención más adelante.

Para el financiamiento de la Administradora, ésta tendrá derecho a una retribución establecida sobre la base de comisiones, las cuales serán determinadas libremente por cada Administradora con carácter uniforme para todos sus afiliados(as). En el caso de la cuenta de capitalización individual, las Administradoras pueden cobrar comisiones sólo respecto del depósito de las cotizaciones periódicas sobre la base de un porcentaje de las remuneraciones y rentas imponibles que dieron origen a dichas cotizaciones. Respecto de los retiros, sólo pueden estar afectos a comisiones quienes reciban renta temporal o retiro programado de conformidad con el artículo 61 letras b) y c) y éstas se establecerán sobre la base de un porcentaje de los valores involucrados.

Como se mencionó, cada Fondo de Pensiones es un patrimonio independiente de la Administradora y está constituido por las cotizaciones y aportes establecidos en la ley, los Bonos de Reconocimiento y sus complementos, sus inversiones y las rentabilidades de ésta, deducidas las comisiones de la Administradora. El valor de cada uno de los Fondos se expresa en cuotas de igual monto, cuyo valor se determina diariamente sobre la base del valor económico o el de mercado de las inversiones. En cada mes, las AFP serán responsables de una rentabilidad real mínima (es decir, el porcentaje de variación del valor promedio de la cuota de un mes del Fondo ajustado según la variación del IPC del mismo período) anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada uno de sus fondos, según las fórmulas establecidas en el artículo 37 diferenciando entre los Fondos

Tipo A y B por un lado, y Tipo C, D y E, por el otro. En caso de que la rentabilidad mínima no se alcance, la Administradora deberá enterar la diferencia dentro del plazo de 5 días, para lo cual podrá aplicar los recursos del Encaje, pero en ese evento deberá reponer el activo dentro de 15 días. Si aplicados los recursos del Encaje no se alcanzare la rentabilidad mínima, el Estado complementará la diferencia y se procederá a la disolución de la Administradora.

Las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo de Pensiones tendrán como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad y todo otro objetivo que se pretenda dar a las inversiones se considerará contrario a a los intereses de las y los afiliados, constituyendo un incumplimiento grave de las obligaciones de la Administradora. El mismo artículo, además de definir el objeto de estas inversiones, establece una lista taxativa de los instrumentos en que podrán ser invertidos los recursos de los Fondos, estableciendo también máximos de inversión y diferenciando según los tipos de Fondos a que se refieren. También se fijan límites máximos para la inversión en el extranjero y de la suma de ciertos instrumentos, así como una norma prohibitiva que señala donde no podrán ser invertidos los recursos de los fondos (acciones de AFP, compañías de seguros, etc). Adicionalmente, mediante resolución dictada por la Superintendencia de Pensiones y previo informe del Consejo Técnico de Inversiones y visación del Ministerio de Hacienda, se establecerá un Régimen de Inversión para las AFP, el cual podrá fijar otros límites máximos, regulará la inversión indirecta que los Fondos pueden realizar y los criterios que definirán en que caso ciertos instrumentos se considerarán de baja liquidez.

Los límites de inversión están definidos para que los fondos no tomen riesgos excesivos y, sobre todo, para diferenciar al riesgo asumido por cada tipo de multifondo, suponiendo que cada uno de ellos tiene perfiles de riesgo distintos dependiendo de la edad de las y los afiliados. Los límites de inversión por tipo de instrumento y por tipo de fondo hacen efectivamente distinciones en el riesgo que puede ser asumido. Entonces,

por ejemplo, el Fondo A te va a permitir invertir un porcentaje mucho mayor que el E en acciones. Al contrario, el Fondo E va a tener un régimen de inversión que lo va a dejar participar mayoritariamente en instrumentos de renta fija o depósitos. Las AFP deberán contar con políticas de inversión para cada uno de los Tipos de Fondos de Pensiones que administran, las que serán elaboradas por el directorio. Además, deberán contar con una política de solución de conflictos de interés que deberá ser aprobada por el directorio de la Administradora y deberá remitir copia a la Comisión de Usuarios y a la Superintendencia, la cual establecerá mediante norma de carácter general las materias mínimas que deberán contemplar las políticas de inversión y de conflictos de interés.

Otro órgano relevante es el Consejo Técnico de Inversiones, el cual tiene por objeto efectuar informes, propuestas y pronunciamientos respecto de las inversiones de los Fondos de Pensiones para velar por el logro de una adecuada rentabilidad y seguridad de éstos. Específicamente, el Consejo debe pronunciarse sobre el contenido del Régimen de Inversión que realice la Superintendencia; emitir opinión técnica en todas aquellas materias relativas a inversiones de los Fondos y en especial respecto de la estructura de límites de inversión de los Fondos de Pensiones, de los mecanismos de medición del riesgo de las carteras de inversión; efectuar propuestas e informes en materia de perfeccionamiento del régimen de inversiones de los Fondos cuando lo estime la Superintendencia; entregar una memoria anual de carácter público al Presidente; y encargar la realización de estudios técnicos con relación a las inversiones de los Fondos de Pensiones<sup>84</sup>.

---

<sup>84</sup> Este Consejo estará integrado por un miembro designado por el Presidente de la República que haya desempeñado el cargo de Ministro de Hacienda o Superintendencia o directivo de la Superintendencia de Pensiones, Bancos e Instituciones financieras o de Valores y Seguros o ser consejero o gerente del Banco Central de Chile; un miembro designado por el Consejo del Banco Central de un profesional de reconocido prestigio por su experiencia y conocimiento en materias financieras y de mercado de capitales; un miembro designado por las Administradoras de Fondos de Pensión de una persona que posea una amplia experiencia en la administración de carteras de inversión y deberá haber desempeñado el cargo de gerente o ejecutivo principal en alguna empresa del sector financiero; y dos miembros designados por los Decanos de las Facultades de Economía o Economía y Administración de las Universidades acreditadas conforme a la ley N° 20.129. Uno de ellos deberá ser un académico de reconocido prestigio por su experiencia y conocimiento en materias financieras y de mercado de capitales y el otro deberá ser un académico de reconocido prestigio por su experiencia y conocimiento de macroeconomía.

De acuerdo con Andras Uthoff, la composición del portafolio de los fondos de pensión ha ido cambiando a lo largo de los años en respuesta a las modificaciones regulatorias, así como por las decisiones de gestión de las AFP dirigidas a maximizar sus retornos de corto plazo para mejorar en el ranking que la autoridad regulatoria hace permanentemente de ellas. Uthoff observa una primera etapa coincidente con la crisis de la deuda en que el portafolio estuvo compuesto mayoritariamente por instrumentos indexados (títulos del Banco Central, letras hipotecarias, depósitos y pagarés). Luego, en una segunda etapa que coincide con la apertura de la bolsa de empresas privatizadas, se autorizó la inversión en acciones y bonos de empresas y, en una última etapa se ha aumentado la participación en instrumentos extranjeros. Destaca el mismo autor que las carteras de los fondos de las AFP no se diferencian prácticamente en nada entre sí debido a la regulación prudencial establecida en la ley, la cual si bien les permite invertir en diferentes títulos dentro de ciertos parámetros, por otro lado penaliza reportar retornos muy inferiores a los del promedio del mercado y establece una rentabilidad mínima<sup>85</sup>.

De acuerdo con el Informe de Inversión de los Fondos de Pensiones de la SP referido al primer trimestre de 2019<sup>86</sup>, el valor total de los Fondos a marzo 2019 alcanzó USD 208.030 millones, presentando una disminución de 3,5% respecto a igual mes del año anterior explicada en parte por el aumento del tipo de cambio. En cuanto a la composición de la cartera de inversiones, se observa que la inversión en activos nacionales representa un 57,2% de los activos totales de los Fondos de Pensiones. La renta fija se mantuvo como el principal componente de la inversión nacional (82,4%) siendo el principal emisor dentro de esta categoría la Tesorería General de la República donde se concentra el 18,6% de la inversión total de los Fondos de Pensiones. La renta variable, por otro lado, es relevante con el 18,1% de la cartera nacional. Luego, la

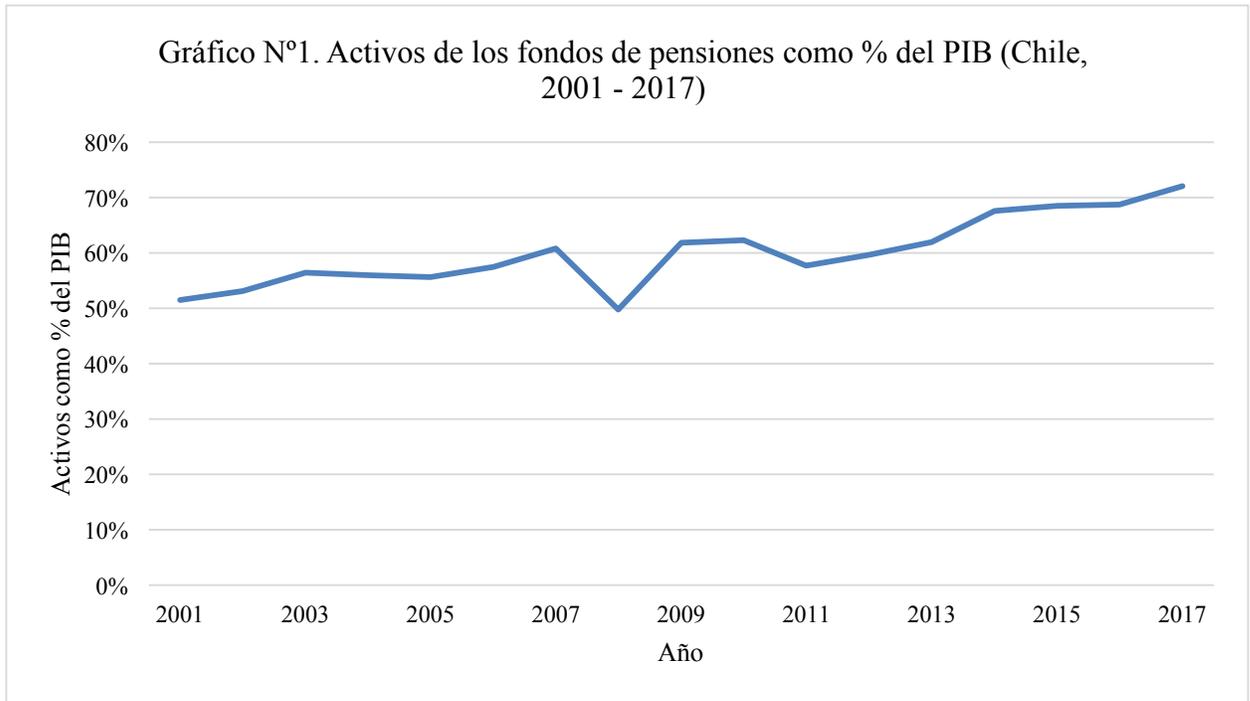
---

<sup>85</sup> UTHOFF, A. 2001. Op. Cit., p.27.

<sup>86</sup> Todos los números aquí presentados se encuentran en el Informe, para más información o desagregación véase: <https://www.spensiones.cl/portal/institucional/594/w3-propertyvalue-10090.html>

cartera de los Fondos de Pensiones en el extranjero corresponde al 42,8% del total de activos y la renta variable se mantuvo como el principal componente de esta cartera de inversiones con una participación del 67,9%. De acuerdo con la diversificación por zona geográfica, el informe muestra que un 42,5% de la inversión en el extranjero se registra en mercados emergentes, un 51,8% en mercados desarrollados y un 5,7% en otras zonas. De estos porcentajes, un 19,6% de la inversión se registra en Norteamérica. Finalmente, los Fondos de Pensiones realizaron compras netas de instrumentos a nivel nacional por USD 86 millones, lo que se descompone en USD 22 millones en compras netas de instrumentos de renta fija y USD 64 millones de compras netas en instrumentos de renta variable. En el extranjero los Fondos realizaron compras netas de instrumentos por USD 2.412 millones.

Finalmente, para tener un orden de magnitud de la relevancia de los fondos de pensiones en nuestra economía y el mercado financiero, de acuerdo con los datos de la OCDE y cómo se muestra en el gráfico siguiente, al 2017 los activos de los fondos de pensiones en Chile alcanzaban una magnitud equivalente al 72% del PIB y han aumentado alrededor de 14 puntos porcentuales desde 2011 hasta 2017. Esto no es igual en todo el mundo, pues depende de las características de los sistemas de pensiones así como del mercado financiero.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la OECD (pension funds' asset indicator)

Como puede observarse, la inversión de los fondos de pensión administrados por las AFP se encuentra fuertemente regulada en la ley y en las normas dictadas por la SP, es decir, la regulación prudencial de este sector se encuentra mayoritariamente en la ley estableciendo límites en cuanto a los instrumentos en que se pueden invertir los activos, así como máximos en cada uno de ellos y otras limitaciones.

## 2. La regulación prudencial

Como ya se mencionó, la literatura referida a regulación financiera suele distinguir entre regulación prudencial y regulación conductual, donde la primera se refiere a la preocupación por la estabilidad sistémica y la segunda a la preocupación porque las

transacciones de mercado cumplan ciertos estándares sustantivos de equidad y honestidad<sup>87</sup>.

La regulación prudencial busca enfrentar los riesgos sistémicos, es decir, aquellos riesgos endógenos a las estructuras modernas del mercado financiero que puedan afectar su funcionamiento y que, además, no pueden ser correctamente supervisados a través de una regulación aislada de entidades financieras<sup>88</sup>. A su vez, es posible distinguir la regulación “microprudencial” y la “macroprudencial”, donde la primera se refiere al conjunto de normas dirigidas a fortalecer la solvencia individual de las instituciones que participan del mercado y la segunda a aquellas dirigidas a evitar que los problemas de una institución determinada contaminen o contagien el funcionamiento del sistema financiero en su conjunto<sup>89</sup>.

Es posible identificar ciertas industrias que se encuentran sujetas a la regulación prudencial, a saber, los bancos, seguros y la inversión de los fondos de pensiones. Siguiendo a Dewatripont, Rochet y Tirole en “Balancing the Banks. Global Lessons from the financial crisis”, cabe formularse la siguiente pregunta: qué tienen de especial estas industrias que requieren de la regulación prudencial a diferencia de otras actividades también esencialmente económicas en las que existe, por ejemplo, regulación referida a la protección del consumidor pero no regulación prudencial<sup>90</sup>.

En el caso de los bancos, la regulación prudencial existe desde 1930 y una de las razones clásicas para fundamentar este tipo de regulación es la vulnerabilidad de los bancos individuales frente a las “corridas de depositantes” o “corridas financieras”. Así, el regulador monitorea los niveles de apalancamiento y liquidez de la institución para

---

<sup>87</sup> PARDOW, D. 2015. El Servicio Nacional del Consumidor de Chile (Sernac) y los reguladores sectoriales: buscando mecanismos para una mejor coordinación. *Economía y Política*, 2(2), p.113; MORALES, D. 2018. Op. Cit., p.79.

<sup>88</sup> MORALES, D. 2018. Op. Cit., p.80.

<sup>89</sup> PARDOW, D. 2015. Op. Cit., p.113.

<sup>90</sup> DEWATRIPONT, M.; ROCHET, J.C; TIROLE, J. 2010. *Balancing the Banks. Global Lessons from the financial crisis*. Oxford, Princeton University Press. p.4.

reducir la frecuencia de estas costosas corridas. Otra razón clásica se identifica con la protección de la infraestructura bancaria, es decir, el sistema financiero que permite el funcionamiento de la economía, porque con la reciente crisis se demostró que la falla de un banco puede detonar la falla de otros bancos existiendo un alto nivel de interconexión. Sin embargo, bancos pequeños y no necesariamente interconectados también son sujetos de la regulación prudencial y la principal razón es que sus depositantes son pequeños y no tienen experiencia en fiscalización o monitoreo. Esto explicaría por qué la regulación prudencial también se observa en otras instituciones pequeñas, con depositantes o clientes dispersos como las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Esto es lo que Tirole y Dewatripont denominaron como “teoría de la representación”, según la cual la regulación prudencial debe actuar como representante de los intereses de las y los depositantes. Asimismo, los autores sostienen que este marco conceptual para la regulación bancaria puede iluminar varios aspectos de la regulación de otras entidades no bancarias<sup>91</sup>. A continuación se desarrollarán los supuestos de esta teoría, entendida como el marco analítico dominante en materia financiera desde la teoría de la regulación normativa o, en otras palabras, como la mejor explicación de qué es lo que justifica la regulación prudencial.

### 3. La teoría de la representación

Como advierten Tirole y Dewatripont, la fundamentación de la regulación prudencial de los bancos e intermediarios financieros está basada en la necesidad de proteger a las y los pequeños depositantes, debido a que éstas instituciones están sujetas a riesgos morales sustanciales y a elecciones adversas. Las funciones de fiscalización, por otra parte, son costosas y requieren de mucho tiempo, así como de acciones sofisticadas. En cambio, los miles de clientes de un banco son poco sofisticados y no necesariamente comprenden las complejidades propias de la actividad, a la vez que tienen pocos

---

<sup>91</sup> DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. 1994. The Prudential Regulation of Banks. Cambridge, Mass: MIT Press. p.79.

incentivos individuales para ejercer funciones de supervisión, lo cual da lugar a la necesidad de representantes públicos o privados de las y los depositantes. A esto se le llama teoría de la representación y busca responder a la pregunta por el tipo de control que les gustaría ejercer a las y los depositantes si fueran sofisticados y estuvieran completamente coordinados<sup>92</sup>.

La regulación de los bancos está motivada, de acuerdo con esta hipótesis, principalmente por la necesidad de representar a depositantes pequeños(as) y lograr un gobierno corporativo apropiado para los bancos. Ahora bien, según los mismos Dewatripont y Tirole, la regulación de otros intermediarios financieros (como las compañías de seguros o los fondos de pensiones) es cualitativamente similar a la regulación prudencial de los bancos, ya que existe igualmente un deseo común de proteger a sus clientes pequeños, desinformados y de libre uso, lo cual justificaría su existencia<sup>93</sup>. En este sentido, el patrón de regulación de los intermediarios financieros, y no solo el de los bancos, se justifica por el riesgo de los intereses, la dispersión de los depositantes y la falta de representantes privados<sup>94</sup> y la regulación pública se entiende como la representación que el gobierno realiza de las y los pequeños inversores<sup>95</sup>.

La teoría de la representación supone que las instituciones financieras en general tienden a estar reguladas prudencialmente en las siguientes circunstancias: primero, cuando los reclamantes son poco sofisticados (pequeños depositantes, asegurados, jubilados) y probablemente no pueden monitorear a fondo a sus contrapartes debido a la complejidad y al tiempo involucrado. Y en segundo lugar, cuando no se establece ningún mecanismo de representación privada que dispense a los reclamantes de tener que fiscalizar<sup>96</sup>.

---

<sup>92</sup> DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. 1994. Op. Cit., pp.31-32.

<sup>93</sup> DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. 1994. Op. Cit., p.35.

<sup>94</sup> DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. 1994. Op. Cit., p.36.

<sup>95</sup> DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. 1994. Op. Cit., p.35.

<sup>96</sup> DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. 1994. Op. Cit., pp.44-45.

Dewatripont y Tirole destacan algunos intermediarios financieros donde la representación es realizada por el gobierno y presentan, en su opinión, muchas similitudes con los depósitos bancarios, dentro de los cuales los primeros son los fondos de pensiones<sup>97</sup>. Así, según los autores la justificación de la regulación prudencial en el caso de los bancos y de los fondos de pensiones sería la misma, pues en ambos casos tenemos un problema porque las y los depositantes, al igual que las y los cotizantes, en cada caso, son muchos y difusos, por lo que necesitan que alguien los represente en la fiscalización de sus intereses, es decir, hay un problema de acción colectiva.

De acuerdo con los autores, el balance de los fondos de pensiones está compuesto por los activos, que corresponden al valor actual de los activos de los fondos, así como las contribuciones para pensiones futuras. Los pasivos, por otro lado, corresponden al valor presente de los beneficios esperados para las pensiones pasadas y futuras. Tanto los activos como los pasivos de los fondos de pensiones son riesgosos, ya que además de la incertidumbre sobre las contribuciones y los beneficios de los futuros pensionados, el fondo enfrenta una incertidumbre estándar sobre el valor de sus activos, aunque se supone que su cartera está diversificada. El riesgo más relevante es que el fondo de pensiones carezca de fondos suficientes al momento de tener que pagar los beneficios (pensiones) establecidos en la ley, lo que justifica en opinión de los autores, la regulación prudencial<sup>98</sup>.

El ejercicio analítico que aquí se propone busca explorar si la justificación para regular los fondos de pensiones es igual a la justificación de la regulación prudencial de otros intermediarios financieros como los bancos. Con esto se pretende determinar lo propiamente financiero de la supervisión de las pensiones, así como aquello que excede ese ámbito.

---

<sup>97</sup> DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. 1994. Op. Cit., p.40.

<sup>98</sup> *Ibíd.*

#### 4. Diferencias normativas entre los bancos y las AFP

En ambos casos tenemos un problema de acción colectiva y en ambos casos queremos que las empresas no quiebren (bancos o AFP), razón por la cual la regulación prudencial se justifica. Esto supone que las pensiones en nuestro sistema tienen un componente financiero muy importante que debiera tener un correlato institucional. Sin embargo, parece ser que las AFP y los bancos u otras instituciones financieras tienen importantes diferencias que deben explorarse, pues podrían justificar reguladores con características diferentes.

En primer lugar, el objeto de la regulación es más complejo en materia de pensiones que en el caso de los bancos u otras instituciones financieras, ya que no sólo es relevante evitar que las AFP quiebren y proteger a las y los pequeños depositantes que en este caso serán cotizantes en las decisiones de inversión y riesgo que tome la Administradora, sino que es necesario además asegurar que el *out put* tenga un mínimo, es decir, que las pensiones finales sean suficientemente altas para no generar un problema social. De hecho, como queremos que haya un mínimo suficiente, la ley establece una contribución definida y obligatoria o bien, un sistema social financiado con impuestos como el Pilar Solidario que busca entregar pensiones a quienes no cotizaron durante su etapa activa o complementar la pensión de quienes se considera insuficiente con sus cotizaciones. Al entregarle esta cotización establecida en la ley a instituciones privadas en un sistema de capitalización individual se crea un mercado que es la base luego de una política social, por lo que el regulador debe tener otros objetivos además de supervisar la sola rentabilización de los fondos. Por ejemplo, debe velar por el buen funcionamiento del Pilar Solidario del sistema. Lo propiamente financiero, es decir, la regulación prudencial de los fondos y las Administradoras, se mezcla también con aspectos propios de la seguridad social.

En el mismo sentido, es relevante la disparidad de objetivos entre las AFP y las instituciones financieras. Las AFP tienen un doble objetivo, deben rentabilizar lo más posible los fondos, por una parte, y pagar los beneficios sociales que establece la ley, por otra (artículo 23 DL 3.500). En el caso de los bancos, su objetivo es captar o recibir en forma habitual dinero o fondos del público con el objeto de darlos en préstamo, descontar documentos, realizar inversiones, proceder a la intermediación financiera, hacer rentar estos dineros y, en general, realizar toda otra operación que la ley le permita (artículo 40 ley de bancos). El hecho de tener que pagar los beneficios sociales que establece la ley, supone que las AFP cumplen otro tipo de funciones diferentes de las propiamente financieras, ya que están encargadas de administrar una política social que tuvo su origen en la rentabilización financiera. En este sentido, cuando una persona se jubila, por ejemplo bajo la modalidad de retiro programado, es la AFP la encargada de entregar mes a mes la cantidad de plata que corresponda a esa persona. Este tipo de funciones se alejan entonces de una institución financiera.

Luego, en relación con las condiciones de competencia, una diferencia relevante es que mientras los bancos compiten entre sí por tener depositantes y además por cuánto sus clientes depositan; las AFP no compiten por el margen intensivo, es decir, por cuánto cotizarán sus afiliados, sino solo por quienes se afilian, dado que la cotización está establecida en la ley. Esto puede considerarse como un problema de competencia porque no puedes castigar a tu proveedor incumbente, frente a lo cual se han propuesto ciertas modificaciones para fomentar la competencia tales como que se puedan invertir partes de tu cotización en distintos fondos y en distintas AFP, para cambiar la disposición del mercado. O bien, esta situación puede considerarse como un síntoma de que la industria o el mercado de las AFP tiene ciertas características estructurales que dificultan o hacen imposible la competencia<sup>99</sup>.

---

<sup>99</sup> Véase por ejemplo: BARR, N. and DIAMOND, P. 2017. Designing a default structure. Submission to the Inquiry into Superannuation: Assessing Efficiency and Competitiveness.

Otra diferencia importante es la remuneración del principal, es decir, cómo se financian los bancos, por un lado, y las AFP por otro. Esto es relevante porque determina de qué forma están alineados (o no) los intereses del principal con sus afiliados(as) o depositantes, lo que podría llevar a las AFP o a los bancos a actuar tomando más o menos riesgos.

En el caso de los bancos, siguiendo a Dewatripont y Tirole, se trata de un intermediario financiero que participa en el sistema de pago y financia entidades que se encuentran en déficit financiero (generalmente el sector público, empresas no financieras y algunos depositantes o “householders”) utilizando los fondos de entidades con superávit financiero (generalmente depositantes). Dentro de los intermediarios financieros, los bancos se distinguen porque emiten dinero, en términos generales depósitos a la vista, depósitos de ahorro y depósitos a corto plazo. El balance de los bancos supone un lado de activos que incluye una cartera de activos financieros: a muy corto plazo (como efectivo o préstamos interbancarios), préstamos y valores de renta fija de duración variable para el sector público, empresas y depositantes (como préstamos a plazo y préstamos inmobiliarios). El pasivo del balance, por su parte, incluye depósitos interbancarios y luego los fondos recaudados entre depositantes y empresas. Adicionalmente, el banco tiene actividades “fuera de balance” como operaciones de servicios financieros, préstamos futuros o contingentes, tasas de interés y contratos de tipo de cambio. El balance es, por lo tanto, solo una imagen parcial de la actividad bancaria. Además, es una imagen estática que se modifica por una reasignación de las carteras de activos y pasivos del banco (esta operación no modifica la posición de capital del banco) y por las ganancias retenidas (o por la emisión o recompra de acciones). El ingreso después de impuestos es el residual del estado de ingresos del banco, cuyos débitos equivalen a su crédito por construcción. El estado de resultados incluye operaciones tanto dentro como fuera de balance. El ingreso después de impuestos se ve afectado primero por el margen de la tasa de interés (interés ganado menos el interés vencido) y luego por el ingreso de las tenencias de capital. Las comisiones pueden

acumularse tanto de operaciones dentro como fuera de balance. Los ingresos netos por intereses, comisiones y dividendos representan los ingresos del banco. Los gastos operativos (personal, permisos y equipo), así como las provisiones para préstamos y pérdidas de capital y la depreciación deben deducirse de este ingreso. La depreciación incluye las pérdidas tradicionales de valor de edificios y equipos. Los cambios en el valor contable de la cartera de préstamos (y patrimonio) del banco representan un aspecto crucial de su estado de resultados. Finalmente, el impuesto sobre la renta define una ganancia después de impuestos que se divide entre dividendos y ganancias retenidas.

En las AFP, en cambio, los ingresos se generan a través del cobro de una comisión a las y los afiliados sobre la base de la remuneración imponible, la cual se determina libremente por cada AFP y debe ser uniforme para todos los afiliados(as). Hay quienes han propuesto transitar hacia el cobro proporcional respecto de los activos administrados, lo que además permitiría una comparación directa con otras industrias por ser la forma habitual de cobro y haría que los intereses de las AFP estuviesen mejor alineados con el de sus afiliados(as) o bien regular un techo máximo de estas comisiones<sup>100</sup>.

Es posible encontrar importantes diferencias entre las AFP y los bancos, reconociendo aspectos financieros y de seguridad social en la regulación de las primeras. Sin embargo, la determinación de unos y otros componentes no es clara en nuestra literatura ni sistema. Pareciera que no tenemos suficientemente claros los objetivos de nuestro sistema de pensiones y del rol en particular que cumplen las AFP dentro de éste. Esto es problemático porque lleva a respuestas como las desarrolladas por las comisiones de expertos, en que se bloquean reformas o incluso discusiones porque la seguridad social se considera como un tema sensible o porque la SP se encuentra en el medio de dominios financieros y de seguridad social. Al contrario, sugiero que el camino es diferenciar correctamente los componentes, de manera de sincerar una discusión por el

---

<sup>100</sup> VALDÉS, R. y BENAVIDES, P. 2018. Op. Cit. p.44.

sistema de pensiones que queremos y cuál es su relación con el mundo financiero, y así poder diseñar las mejores soluciones regulatorias y de supervisión para un sistema en particular.

#### IV. UNA DISCUSIÓN PENDIENTE QUE ESCONDE UNA PARADOJA

La regulación de las AFP como administradoras de los ahorros de las y los cotizantes en Chile constituye solo una forma de organizar un sistema de pensiones, no el fin de éste, ni la única posibilidad. Si consideramos que los sistemas de pensiones tienen como objetivos la suavización del consumo a lo largo de la vida, crear seguros de sobrevivencia, redistribuir y aliviar la pobreza<sup>101</sup>, la arquitectura de un sistema de pensiones debe definirse de acuerdo con los objetivos o principios que como sociedad queremos conseguir con éste. Luego, frente a esa decisión democrática, se debiese plantear una discusión respecto del diseño institucional, la regulación y supervisión más adecuada para la consecución de esos objetivos en particular. La discusión técnica debe entonces, tomar lugar luego de la decisión política y los objetivos sociales que se persigan, y no al revés.

La tesis que sostengo es que la discusión pendiente referida a la estrecha relación entre la regulación financiera y nuestro sistema de pensiones esconde una paradoja que no nos permite discutir sobre los objetivos de éste y su arquitectura institucional. Primero, bajo la excusa de que hay elementos de seguridad social que son demasiado sensibles a la población o que el regulador de pensiones se encuentra en medio de los dominios financieros y los de seguridad social, no se discuten los cambios o mejoras necesarios en términos de regulación y supervisión financieras del sistema actual, sus riesgos y magnitudes. Segundo, bajo la excusa de que estamos dentro de los márgenes de regulación financiera y la capitalización individual, no se discuten alternativas para transitar hacia una mayor regulación de seguridad social. En otras palabras, pareciera que lo propiamente financiero del sistema y su estructura nos impidieran avanzar en seguridad social; a la vez que los componentes de seguridad social del mismo nos impidieran mejorar la regulación y supervisión de los fondos de pensiones del sistema actual. Esta paradoja no muestra otra cosa que la reticencia o incapacidad político-

---

<sup>101</sup> BARR, N. Y DIAMOND, P. 2009. Reforming Pensions. CESIFO Working Paper No. 2523. p.3

institucional de reformar (o incluso antes, de discutir democráticamente la reforma de) un sistema de seguridad social fuertemente deslegitimado<sup>102</sup>. Para desbloquear esta discusión entorno al sistema de pensiones que queremos, en mi opinión, es necesario develar la estrecha relación entre la regulación financiera del sistema actual, el rol de las AFP y la seguridad social, para así volver a preguntarnos por los objetivos de un sistema de seguridad social, pues parece ser que tenemos más claros los objetivos institucionales de los bancos y las instituciones financieras que aquellos que corresponden a la seguridad social y los riesgos de la vejez.

De lo expuesto en estas páginas, es posible afirmar que las pensiones en nuestro país son parte de un universo financiero que se asemeja a los bancos y a otras instituciones financieras que han sufrido reformas institucionales muy relevantes en el último tiempo, a la vez que administran beneficios de seguridad social. Frente a ello es relevante preguntarse por qué las reformas referidas a lo financiero no se han traspasado a las pensiones y por qué las reacciones institucionales a la crisis financiera no tienen un correlato en esta materia.

Por otro lado, en la profundización de esas preguntas surgen otras en el camino referidas a modelos de supervisión y diseños institucionales que también debieran discutirse, tales como si tiene sentido mantener al regulador del mundo financiero de pensiones en el mismo lado del regulador asociado a la entrega de la seguridad social, cuál es el rol de los reguladores financieros en cuestión, cuál es el rol de este regulador si se transitara a un sistema mixto de pensiones con un administrador público, o en el contexto de una reforma al sistema de seguridad social, cuál es el rol del mercado financiero en el sistema de pensiones. Si efectivamente se asigna un rol al mercado financiero, tiene sentido preguntarse por cuál es la mejor forma de supervisarlo de conformidad con los

---

<sup>102</sup> La percepción de ilegitimidad por parte de la ciudadanía encuentra fundamento en distintas fuentes como problemas de origen, sensación de abuso, falta de influencia sobre el uso y destino de los ahorros, entre otros. Véase: ESPACIO PÚBLICO. 2017. Principios para una reforma al sistema de pensiones. Informe de Políticas Públicas N° 12(2017), pp.16-19. Disponible en: <https://www.espaciopublico.cl/wp-content/uploads/2017/07/IPP-Proyecto-de-Pensiones.pdf>

objetivos de un sistema de seguridad social, los intereses de las y los afiliados y del Estado. Distintos países han respondido de forma diferente a estas preguntas y en mi opinión Chile debería dar esta discusión de forma seria. Pero esta es una discusión previa y no posterior a la discusión técnica por los diseños institucionales y las regulaciones más adecuadas.

Una manera de hacer esto, obviamente no la única, es tratar de develar por qué la naturaleza financiera de las AFP, la misma que impide para sus defensores avanzar en un sistema de seguridad social, no debe (o debe) someterse a la serie de reformas institucionales que se realizaron en materia de regulación y supervisión financiera. Respondidas esas preguntas sin recurrir a la seguridad social como una “excusa”, podremos distinguir mejor entre los componentes financieros del sistema y los de seguridad social, así como el rol que cumplen las AFP en función de ciertos objetivos de política pública. Con esto sobre la mesa, puede resultar más fácil deliberar sobre una reforma al sistema de pensiones, sus objetivos y su consecuente regulación y supervisión. En otras palabras, develar la discusión técnica para evidenciar la falta de decisión política.

A continuación se proponen una serie de ámbitos particulares abordados por las reformas financieras, que debiesen discutirse en materia de pensiones como una propuesta para iniciar una discusión al respecto.

<b>Ámbito</b>	<b>Regulación Financiera post 2008</b>	<b>Regulación de pensiones post 2008</b>
Normas de competencia	Se discutieron/ampliaron las normas de competencia de los reguladores financieros post crisis 2008 debido a los riesgos	¿Hay un riesgo sistémico involucrado en el manejo de los fondos de pensiones? ¿Debiese ampliarse la

	sistémicos.	competencia de la Superintendencia en este sentido? ¿Tiene alguna relevancia sistémica el aumento de los fondos de pensiones durante los últimos años?
Perímetro regulatorio o <i>shadow banking</i>	Se establecieron/discutieron facultades para ir ampliando el perímetro regulatorio debido a la difuminación de los límites de cada actividad o sector al interior del mercado financiero, la presencia de conglomerados financieros y la innovación que facilita el surgimiento de nuevos instrumentos o actividades que pueden ser realizadas por una entidad que no se encuentre regulada por la autoridad financiera.	¿Es relevante esto en materia de pensiones? ¿Qué rol juegan, por ejemplo los sustitutos o complementos de las pensiones? ¿Es relevante en este sentido que las AFP puedan delegar la administración de cartera en otras sociedades? ¿Participan conglomerados financieros? ¿Es relevante la posibilidad de nombrar directores en otras empresas?
Modelos de supervisión	Se discutieron/modificaron los modelos de supervisión como la SBR.	¿Es necesario revisar el modelo actual de la SP que intenta adoptar una supervisión basada en

		riesgo?
Redes de seguridad	Se discutió/avanzó en regulación de liquidez, requerimientos de capital, ampliación de la garantía estatal, de los depósitos, normas de resolución y estabilización y regularización temprana, etc.	¿Es necesario avanzar en mayores redes de seguridad en materia de pensiones? ¿Cómo nos hacemos cargo del crecimiento progresivo de los regulados, en este caso los fondos de pensiones?
Coordinación entre reguladores	Se discutió/avanzo en términos de coordinación entre reguladores, ya que la crisis mostró que no fuimos capaces de ver todos los riesgos lo que debimos estar viendo.	¿Tiene la SP alguna facultad actualmente para materializar esta coordinación? ¿No tiene alguna relevancia sistémica el aumento de los activos de fondos de pensiones en los últimos años como porcentaje del PIB?
Coordinación internacional	Se avanzó/discutió que era necesario ponerse de acuerdo a nivel internacional para exigir los mismos requisitos a los regulados. Lo anterior, alineando las regulaciones locales a los estándares internacionales de Basilea	¿Sería relevante adaptar la regulación a ciertos estándares internacionales como los propuestos por ejemplo por IOPS? ¿Sería importante también unificar las clasificaciones de riesgos

	III. También, por ejemplo, se estandarizaron las clasificaciones de riesgo.	considerando la relevancia de las AFP como inversionistas institucionales?
Conglomerados financieros	Se avanzó/discutió sobre la necesidad de hacer una serie de cambios para poder realmente supervisar a los conglomerados financieros, referidos a los modelos de regulación (no silos), al perímetro regulatorio y las normas de competencias y las normas de coordinación.	¿Cuál es la relevancia de los conglomerados financieros en materia de pensiones? ¿Cómo nombran directores las AFP? ¿Cómo llegan a otras empresas? ¿Qué tan preparada está la SP para regular este tipo de cosas?
Relación con los consumidores/pensionados(as) (tratamiento de las asimetrías de información)	Se ha avanzado en términos de fortalecer la protección de los consumidores financieros.	¿Qué herramientas tiene la SP para tratar las asimetrías de información hacia los pensionados, por ejemplo con el SCOMP? ¿Cómo se tratan los riesgos sistémicos aguas abajo?
Normas ex post (resolución, liquidación, etc.)	Se discutió/avanzó en establecer normas de resolución y detección temprana para que los reguladores dispongan de	¿Qué tan empoderada está la SUPEN para actuar en una crisis (normas de liquidación, rentabilidad mínima,

	más herramientas al momento de enfrentar una crisis.	encaje, etc.)?
Rol del Estado		Genera preguntas para el regulador, ¿qué pasa si entra un nuevo ente público como se propuso en el PDL AFP estatal o en la Reforma al sistema de pensiones de 2017 (órgano autónomo constitucional)?

## **BIBLIOGRAFÍA**

- BARR, N. Y DIAMOND, P. 2009. Reforming Pensions. CESIFO Working Paper No. 2523. 24p.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. 2010. Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation. Basel, Bank for International Settlements.
- BERSTEIN, S. et al. 2009. Chile 2008: una reforma previsional de segunda generación. Santiago, Superintendencia de Pensiones. 211p.
- BERSTEIN, S. 2011. Documento de trabajo N°45: Implementación de la reforma previsional en Chile. Santiago, Superintendencia de Pensiones. 41
- BLACK, J. 2012. Paradoxes and Failures: ‘New Governance’ Techniques and the Financial Crisis. The Modern Law Review, Vol. 75, No 6, pp.1037-1063. 27p.
- \_\_\_\_\_. 2015. Regulatory Styles and Supervisory Strategies. The Oxford Handbook of Financial Regulation. 41p.
- BRAVO, D. et al. 2015. Informe final, Comisión Asesora Presidencial sobre el Sistema de pensiones. Santiago, Comisión Presidencial Pensiones. 245p.
- BRUNNERMEIER, M. et al. 2009. The fundamental principles of financial regulation. Londres, Centre for Economic Policy Research (CEPR). 80p.
- CARVAJAL, A. et al. 2009. The Perimeter of Financial Regulation. International Monetary Fund. 16p.
- DESORMEAUX, J. et al. 2011. Informe final. Comisión de reforma a la regulación y supervisión financiera. Santiago. 113p.
- DEWATRIPONT, M.; ROCHET, J.C; TIROLE, J. 2010. Balancing the Banks. Global Lessons from the financial crisis. Oxford, Princeton University Press. 138p.
- DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. 1994. The Prudential Regulation of Banks. Cambridge, Mass: MIT Press. 262P.

- GROUP OF THIRTY. 2008. The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace. Washington. PP
- CORDERO, L. et al. 2015. Grupo de Trabajo para el fortalecimiento institucional del mercado de capitales. Informe de Recomendaciones. PP
- LARRAÍN, F. 2012. El sistema privado de pensiones en Chile y sus resguardos constitucionales. Revista Chilena de Derecho, vol. N°39, N°2, 541-551.
- MARSHALL, E. 2003. El Marco Macroeconómico y la Intermediación Financiera. En: LIVACIC, E (Ed.). La crisis Bancaria del '83. Santiago, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas Universidad Central de Chile. pp.13-73.
- MORALES, D. y LAMBETH, G. 2017. La comisión para el mercado financiero y el perímetro regulatorio del regulador: algunas notas sobre sus implicancias. Anuario de Derecho Público Universidad Diego Portales 2017, Ediciones UDP. pp.241-267.
- MORALES, D. 2018. Comisión para el mercado financiero: un cambio en la estructura de supervisión financiera en Chile. Estudios Públicos 150(otoño 2018): 75-125.
- OECD. 2018. Survey Investment Regulation Pension Funds.
- UTHOFF, A. 2001. La reforma del sistema de pensiones en Chile: desafíos pendientes. Santiago, Naciones Unidas (Cepal). 46p.
- VALDÉS, R. y BENAVIDES, P. 2018. Pensiones en Chile: antecedentes y contornos para una reforma urgente. Temas de la Agenda Pública, 13(107), 1-19. Centro de Políticas Públicas UC. (Año 13/N° 107/ octubre 2018 ISSN 0718-9745).