
GARANTÍAS DE RENTABILIDAD

MELVIN ESCUDERO¹

¹ *Intendente de AFP de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), Perú.*

Desde la creación de los sistemas privados de pensiones (SPP), la mayoría de estos modelos han incorporado ciertas garantías explícitas de rentabilidad con el objetivo de generar confianza en los nuevos sistemas y brindar seguridad a los afiliados y grupos de interés, así como reducir los conflictos de interés principal-agente.

Por lo tanto, la rentabilidad mínima ha sido conceptualizada como un mecanismo que permite que los gestores otorguen siempre un buen desempeño y estén comprometidos con la gestión del fondo; y en el caso de que su desempeño sea negativo, también se comprometan con las pérdidas.

Actualmente, varios países siguen teniendo garantías de rentabilidad. Países como Chile, Colombia, Perú y Argentina aún mantienen el esquema de rentabilidad mínima. México no tiene rentabilidad mínima, pero sí tiene pensión mínima, que es otro esquema de cobertura y que se da al final, cuando la acumulación ya terminó y se está procediendo a la entrega de los beneficios.

Este artículo trata sobre las garantías de rentabilidad y está dividido en seis partes: perspectiva histórica; algunas de las críticas a las garantías de rentabilidad; la evolución del esquema de rentabilidad mínima; algunas prácticas de la industria global; el nuevo modelo peruano (que incluye una alternativa propuesta para el tema de la rentabilidad mínima); y, por último, las conclusiones.

I. PERSPECTIVA HISTÓRICA

A continuación se analizarán algunas de las razones principales que han sustentado la existencia de la rentabilidad mínima:

- a. **Bandas de rentabilidad y menor volatilidad.** En los esquemas internacionales de beneficio definido ha existido la provisión contable de fluctuación de rentabilidad (máxima y mínima). De hecho, es una práctica estándar de contabilidad para fondos de pensiones, de modo que la rentabilidad de largo plazo

es la que importa y en el corto plazo las volatilidades pueden ser manejadas contablemente. Este concepto también se trasladó a los sistemas de contribución definida, donde el afiliado aporta mensualmente y por lo tanto tiene derecho a comprar cuotas al valor del mercado y no necesariamente a valor contable.

- b. **Mitigar el riesgo moral.** La otra razón para la existencia de la rentabilidad mínima es mitigar el riesgo moral, de modo que el administrador, de alguna manera similar al caso de los bancos y de las compañías de seguros, esté comprometido también con la buena gestión de las carteras. Se debe alinear los intereses del fondo con los de la administradora, de tal manera que las administradoras que tengan rentabilidades muy malas sistemáticamente también participen en las pérdidas.
- c. **Dar seguridad y confianza a los nuevos sistemas privados de pensiones.** Si en el nuevo esquema de gestión de las pensiones hay un mecanismo de seguridad ante la mala gestión, los *stakeholders* del sistema (afiliados, políticos, grupos de interés) sentirán que es un sistema prudencial con cobertura (similar a los requerimientos de capital, provisiones, margen de solvencia y fondo de garantía en los bancos y compañías de seguros).
- d. **Restricciones del contexto inicial.** En la mayor parte de los países, cuando se implementó el sistema privado de pensiones estos se encontraban en una etapa de desarrollo de los mercados financieros con un alto nivel de riesgo, mercados de capitales poco profundos y problemas en la valorización, lo que generaba la necesidad de ser más conservador en un inicio, lo que contribuyó a la existencia de garantías de rentabilidad.

Financiamiento de garantías de rentabilidad mínima

En los diversos países con sistemas privados de pensiones, el financiamiento de la rentabilidad mínima se puede dar desde tres fuentes diferentes:

- **Con recursos del propio fondo.** En el caso de los países que tienen un esquema de rentabilidad máxima, se tiene una reserva por fluctuación de rentabilidad que se utiliza como garantía de la rentabilidad mínima.
- **Con capital del gestor del fondo de pensiones.** Se puede dar por medio de garantías monetarias como el encaje, que es el monto que la administradora compromete para garantizar el cumplimiento de la rentabilidad mínima. O, también, a través de garantías no monetarias como son las cartas fianzas. Si el encaje está invertido dentro del fondo, también disminuye el riesgo moral, en cambio, las cartas-fianza no tienen el mismo efecto. Otro aspecto importante del

encaje invertido en el fondo es que el crecimiento del patrimonio de las administradoras va en paralelo con el crecimiento del fondo de pensiones.

- **Con recursos del gobierno.** En el caso de que las administradoras quiebren y los recursos mencionados anteriormente no sean suficientes para cubrir la rentabilidad mínima, el gobierno puede verse obligado a cubrir la diferencia con dinero del Tesoro público.

II. CRÍTICAS A LAS GARANTÍAS DE RENTABILIDAD

Efecto manada

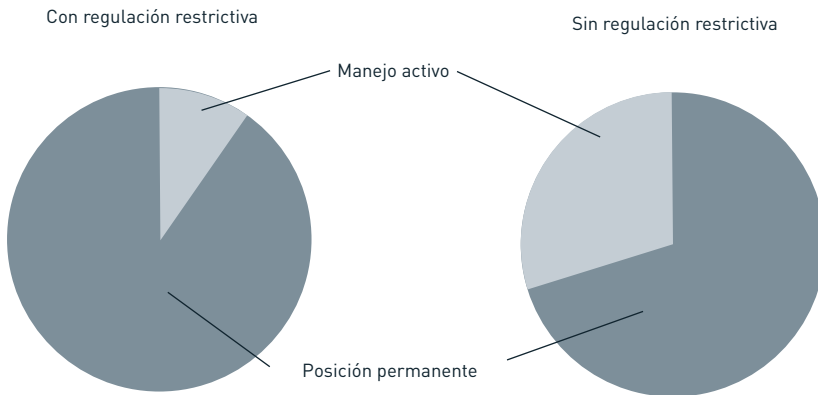
El efecto manada se refiere al hecho de que la garantía de rentabilidad mínima condiciona la construcción de portafolios similares porque los gestores no toman el riesgo de diferenciarse para evitar perder capital. Las consecuencias son poca competencia y portafolios no óptimos. En este contexto, el castigo por mal desempeño incentiva a la mayor parte de los gestores de portafolios a tratar de tener la cartera promedio del sistema.

No obstante, el efecto manada no es una situación que corresponde exclusivamente a los sistemas de pensiones privados con rentabilidad mínima. En general, cuando uno observa el mercado internacional y cómo operan los inversionistas institucionales en los países desarrollados, utilizando *benchmarks* de mercados y no *benchmarks* promedios del sistema, se puede ver un comportamiento sistemático muy parecido. Este hecho se debe a que se mantiene un gran porcentaje de la cartera de inversiones con horizonte a largo plazo sin negociar, es decir que se realiza una gestión pasiva del portafolio, tratando de replicar los índices para evitar rendimientos que sean inconsistentes con la evolución de los mismos. Asimismo, los gestores manejan activamente un porcentaje menor del portafolio y tratan de anticipar cambios direccionales, para obtener retornos altos y superar sus *benchmarks*. Entonces, los gestores de portafolios a escala global, e independientemente de si son de fondos de pensiones, fondos mutuos u otro tipo de recursos, están tratando de replicar *benchmarks* y también de tener políticas activas. Es por ello que hemos podido observar el comportamiento manada en las últimas crisis financieras a escala global: cada vez que ha habido caídas pronunciadas, la mayor parte de los inversores se han comportado de manera similar.

Este efecto manada, sin embargo, es exacerbado cuando existen restricciones a la inversión. Con una regulación restrictiva, que incluye la rentabilidad mínima e incluye una reserva de garantía como es el encaje, los gestores de activos están dispuestos a copiar más los portafolios. En un sistema con *benchmarks* de mercado, también los

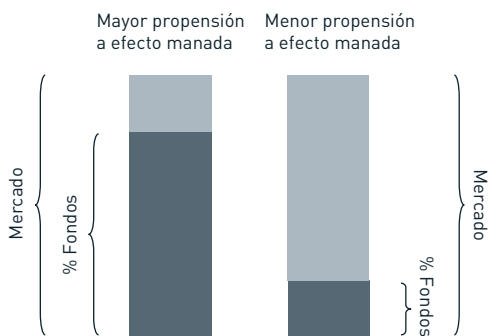
administradores siguen los *benchmarks*, pero tienen una porción mayor de los activos destinados a gestión activa, de modo que hay más flexibilidad y diferenciación en los portafolios (véase el Gráfico 1).

GRÁFICO 1
DIFERENTE ASIGNACIÓN DE ACTIVOS POR TIPO DE REGULACIÓN



FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

Otra situación que hace más fuerte el comportamiento manada es cuando un sistema de pensiones tiene un fondo o un par de fondos muy grandes y la rentabilidad mínima está en función de la rentabilidad promedio del sistema (véase el Gráfico 2). Cuando existe un sistema en el que los portafolios son más uniformes y no hay dominantes, entonces hay más posibilidades de mayor diferenciación. En la mayoría de los países que tienen un sistema privado de pensiones siempre existe un fondo muy grande, un segundo que está cerca y después vienen los demás. Es decir, hay un alto nivel de concentración en esta industria.

GRÁFICO 2
IMPACTO DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS FONDOS EN EL MERCADO

FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

Por otro lado, las políticas comerciales de las AFP también acentúan el efecto manada debido a que, con el objetivo de obtener una mayor participación de mercado, el área comercial ejerce presión sobre el área de inversiones para que los fondos tengan rentabilidades superiores a los de la competencia o, por último, que estén por encima del promedio del sistema. Este hecho obliga a los gestores de los portafolios a mantener carteras similares a las de las otras administradoras.

Tema de concepción del modelo inicial

Inicialmente, cuando se lanzaron estos modelos de pensiones privados, se introdujo por medio de la rentabilidad mínima un concepto que es propio de sistemas de beneficio definido en los mercados desarrollados: la acotación a la volatilidad considerando la rentabilidad de largo plazo en lugar de la rentabilidad de corto plazo. Esta es una práctica contable bastante usada en los países que tienen sistemas de beneficios definidos, incluso en aquellos fondos que son manejados por las empresas corporativas. Sin embargo, en un sistema de contribución definida, el afiliado compra cuotas mensualmente, por lo tanto, debe comprar a precio de mercado y vender a precio de mercado (*mark to market*) y no a valores contables normalizados para evitar la volatilidad. En este contexto, la rentabilidad mínima y la reserva de fluctuación corresponden a un modelo distinto.

Incremento de los costos del sistema

La introducción de la rentabilidad mínima también incrementa los costos en el sistema. Recordemos que las administradoras de pensiones tienen que depositar una cantidad permanente de dinero en el encaje, recursos que obviamente generan costos, los cuales se debe financiar con la comisión que las administradoras cobran a los afiliados. Por lo tanto, hay un costo que al final se traslada al afiliado en la forma de una mayor comisión. En segundo término, el volumen de esos recursos que están inmovilizados en el encaje cada vez cobra mayor relevancia dentro del patrimonio de las administradoras, lo cual disminuye la flexibilidad financiera de estas empresas.

El fondo pertenece a afiliados con diferentes perfiles de riesgo

Dentro del portafolio de los fondos, en particular cuando existe un único fondo, hay afiliados con diferentes perfiles de riesgo. En esta situación, las bandas de rentabilidad, y en particular la rentabilidad máxima, son perjudiciales para aquellos agentes que están buscando altos niveles de riesgo y, por lo tanto, rentabilidades altas. Se percibe que no se debe castigar cuando el gestor tiene una buena rentabilidad, pero si la rentabilidad es mala, entonces, por lo menos en apreciación de los políticos y del gran público, correspondería que el administrador compartiera las pérdidas.

Discrecionalidad que existe respecto a la fórmula de cálculo y la cartera promedio

También hay discrecionalidad respecto de las fórmulas de cálculo de la rentabilidad promedio, que se utiliza como referente para determinar la rentabilidad mínima. En varios países se toman diferentes períodos y diferentes maneras de ponderación, que pueden afectar de manera importante y sesgar el comportamiento de los portafolios. Por ejemplo, se puede dar el caso de que el portafolio más grande no sea el más óptimo, pero que debido al gran peso que tiene este en el cálculo de la rentabilidad promedio, los fondos más pequeños no puedan diferenciarse del mismo.

III. EVOLUCIÓN DE LAS GARANTÍAS DE RENTABILIDAD

Todas las críticas anteriores han generado una serie de cambios en los diferentes sistemas que tienen este tipo de modelos. El primero y más importante, que se ha observado en gran parte de las experiencias, es la eliminación de la reserva de fluctuaciones de rentabilidad, es decir, la banda superior. La idea es que se castigue al gestor cuando es mal administrador, pero si es un buen administrador no hay por qué reducir el retorno a los afiliados.

Luego, en el caso de la fórmula de la rentabilidad mínima, se buscó minimizar el impacto negativo en la gestión de los portafolios, con el objetivo de mejorar la rentabilidad y buscar mayor diferenciación. Para ello, se amplió el período de cálculo (de 12 meses a 36 o a 60 meses), lo cual suaviza el efecto de la volatilidad en el corto plazo, y se aplica la garantía solo en el caso de que los gestores tengan un rendimiento muy inferior al promedio de manera sistemática.

En tercer lugar, se ampliaron las alternativas de inversión. En un mercado en el cual hay pocas alternativas de inversión, en la práctica la diferenciación es casi imposible. Entonces, al ampliarse las alternativas de inversión uno debería esperar que algunos gestores busquen cierta diferenciación debido a que tienen una mayor disponibilidad de instrumentos en los cuales invertir.

Otro aspecto fue cambiar el índice de referencia. Si la crítica es que el comportamiento manada se da porque se toma como referencia el promedio de la rentabilidad del sistema, entonces, si cambiamos los índices de referencia a *benchmarks* de mercados, vamos a tener un comportamiento diferente y no necesariamente equivalente al de los fondos más grandes. En el caso de Colombia, el *benchmark* ya no es solo el promedio del sistema. La rentabilidad mínima se obtiene combinando la rentabilidad promedio ponderado del sistema con la rentabilidad promedio de la bolsa de valores y la rentabilidad de un portafolio de referencia.

IV. LAS PRÁCTICAS DE LA INDUSTRIA GLOBAL DE LA GESTIÓN DE INVERSIONES

En la industria global de inversiones la situación es completamente diferente. No se maneja el concepto de garantías de rentabilidad, aunque existen alternativas de inversión que garantizan devolver al menos el capital invertido (capital protegido). Lo que significa que a ningún fondo de pensiones internacional, que no sea del tipo del modelo chileno, se le exige una rentabilidad mínima y el mecanismo de castigo ante una mala gestión lo da el propio mercado. El castigo está vinculado al daño en la reputación del gestor y a la posibilidad de que los inversionistas, trabajadores y afiliados a los fondos de pensiones puedan cambiar de gestor.

La práctica más usual en la industria global es que se utilizan *benchmarks* para la evaluación de la gestión del fondo (*performance measurement, performance attribution, performance appraisal*). Además, se utilizan políticas de inversión disciplinadas, se definen los porcentajes de inversión en cada clase de activo (*strategic asset allocation*) a partir de las proyecciones de largo plazo, y se seleccionan los activos de acuerdo a expectativas direccionales de corto plazo (*tactical asset allocation*). También hay toda una gama de mejores prácticas de negociación e inversiones; mejores prácticas en la medición y el manejo de riesgos; y una serie de obligaciones fiduciarias que mitigan

los conflictos de interés y riesgos morales, de modo que existan mecanismos efectivos de compensación ante daños y perjuicios por prácticas prohibidas.

Es decir, en el mercado internacional se ha pasado de garantías explícitas o monetarias, respecto de la rentabilidad mínima, a garantías contractuales institucionales que desincentivan que los gestores sistemáticamente puedan tener errores. Este hecho se da porque los inversionistas pueden cambiar de fondo en caso de que tengan retornos bajos, lo que al final termina haciendo que los fondos mal administrados disminuyan significativamente al cerrar o ser absorbidos por otros.

V. EL NUEVO MODELO PERUANO

Ante esta situación de restricciones introducidas por la rentabilidad mínima, el modelo peruano está tratando de aprovechar todas aquellas ventajas que ofrece hoy en día la industria global, pero considerando las propias restricciones de nuestro mercado, que es un mercado en desarrollo, y la naturaleza propia del SPP en el Perú.

El modelo (véase el Cuadro 1) está basado en cinco aspectos conceptuales que se están implementando de manera simultánea:

- a. **Permitir una mayor flexibilidad de las inversiones para optimizar los portafolios.** De manera que se incorpore como elegibles la mayor cantidad de instrumentos y alternativas y la normativa no se constituya en una restricción que al final perjudique el retorno de largo plazo de los fondos.
- b. **Realizar una gestión profesional de riesgos.** Invertir es, en general, un balance entre oportunidad, retorno y riesgo. Ello implica que el riesgo debe tener un adecuado manejo, en especial en un ambiente de flexibilidad en el cual se introducen, por ejemplo, instrumentos alternativos relativamente ilíquidos, como *real state* (inmobiliario) o *private equity* (capital privado), y también instrumentos derivados. Ese tipo de instrumentos requiere de un manejo mucho más sofisticado y profesional de los riesgos.
- c. **Introducir la gestión fiduciaria.** Lo que se conoce en el mercado estadounidense y europeo como *prudent investor rule* (regla del hombre prudente), con el propósito de alinear, a través de mejores prácticas de negociación y mejores prácticas en gestión de inversiones, los intereses entre principal y agente, considerando principal al afiliado y agente a los administradores, en este caso las AFP.
- d. **Modificar la estructura operativa del proceso de inversión.** De modo que se introduce la división entre *front office*, que es la gerencia de inversiones; *middle*

office, que es la gestión de riesgos; y *back office*, que es la gestión de la custodia, compensaciones y liquidaciones.

- e. **Cambiar el modelo de supervisión para pasar de una supervisión de control de los límites a una supervisión de la gestión.** En la supervisión de la gestión se requiere de una mayor capacitación y de un mayor nivel de comprensión de parte del supervisor, porque ya no son simplemente reglas numéricas sino también estamos hablando de monitorear decisiones estratégicas en el manejo de los fondos.

CUADRO 1
NUEVO MODELO PERUANO

1	2	3	4	5
<p>Flexibilidad en inversiones</p> <ul style="list-style-type: none"> • Oferta pública y privada • Nuevos proyectos • Infraestructura • Concesiones • Vivienda • Explotación de recursos naturales • Monedas, <i>commodities</i> • Fondos internacionales • Grado de inversión y grado especulativo • Mercados emergentes • Fondos internacionales • <i>Private equity</i> • Capital de riesgo • Instrumentos derivados • Préstamos de valores 	<p>Gestión profesional de riesgos</p> <ul style="list-style-type: none"> • Sistema Integral de Riesgos de Inversión • Separación de funciones de la unidad de riesgos (<i>middle office</i>) • Auditorías a unidades de riesgos • Límites y parámetros de riesgos • Informe periódico de riesgos • Indicadores de riesgos • Modelos de estimación de riesgos 	<p>Alto estándar de diligencia profesional (<i>prudent investor rule</i>)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Capacidad profesional y ética • Mejores prácticas en la negociación • Costos eficientes en las inversiones • Regulación de conflictos de interés • Gobierno fiduciario • Elección de directores • Reserva de información 	<p>Estructura del proceso de inversión</p> <ul style="list-style-type: none"> • Multifondos (1 - conservador, 2 - balanceado, 3 - crecimiento) • Política de inversiones disciplinada • Análisis de <i>performance</i> (rentabilidad ajustada por riesgo) • <i>Benchmark</i> por clase de activo • Garantías de rentabilidad (rentabilidad mínima y encaje) • Régimen de inversiones a la CPMP. 	<p>Supervisión de la gestión</p> <ul style="list-style-type: none"> • Informes diarios de Inversiones • Control diario de límites y de garantías • Inspecciones y auditorías a los multifondos • Evaluación, revisión y registro de nuevos productos financieros • Evaluación de riesgos de los instrumentos financieros • <i>Market watch</i> • Generación de estadísticas de los fondos de pensiones

FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

En el Perú, el sistema de multifondos fue lanzado en diciembre del año 2005 y ha tenido una evolución bastante favorable. De hecho, podemos observar que el tamaño del fondo pasó de más o menos unos US\$ 9.000 millones en el 2005, a US\$ 20.000 millones en agosto del 2008. Asimismo, el fondo 3 (el que busca mayor rentabilidad) ha tenido un gran crecimiento y ha pasado de US\$ 65 millones a más de US\$ 4.000 millones, lo que se explica en gran medida porque la renta variable ha tenido un buen desempeño en el Perú en ese período, pero también porque los afiliados del sistema peruano tienen una edad promedio de 36 años, con un horizonte de inversión de más de 20 a 30 años, lo cual los hace candidatos a comprar el portafolio agresivo.

Implicancias del nuevo modelo peruano

El nuevo modelo peruano tiene implicancias importantes en lo que respecta a las garantías de rentabilidad, que agruparemos en tres partes: la evaluación de los gestores utilizando *benchmarks* por clase de activos; la flexibilidad de las inversiones; y la alineación de intereses y protección al afiliado.

A. Evaluación de gestores – *benchmarks* por clase de activos

La normativa peruana que regula las inversiones de los fondos de pensiones establece que es responsabilidad de las AFP seleccionar los indicadores de referencia de rentabilidad (*benchmarks*) para cada clase de activo. La propuesta permite que cada AFP escoja cinco *benchmarks*, uno por cada clase: títulos accionarios locales, títulos accionarios internacionales, títulos de deuda locales, títulos de deuda internacionales y activos en efectivo (véase el Cuadro 2). Asimismo, es importante mencionar que una AFP puede definir diferentes *benchmarks* para cada uno de los fondos que administra. La labor del regulador es realizar una supervisión efectiva de las políticas de inversión y de los *benchmarks* elegidos, para asegurarse de que estos sean consistentes con los diferentes tipos de fondos.

De esta manera, se incorpora la tendencia global del uso de *benchmarks* aplicables a las diferentes clases de activos en la gestión de portafolios entre los administradores, debido a que esta práctica promueve un manejo del portafolio de inversiones más profesional, disciplinado y eficiente.

En su política de inversiones, las AFP definirán el porcentaje de su portafolio que invertirán en cada una de las cinco clases de activos que están definidos y se realizará el análisis de desempeño de la rentabilidad de los fondos de pensiones (*performance attribution*) para determinar la rentabilidad de cada una de las clases que conforman el portafolio.

CUADRO 2
BENCHMARKS POR CLASE DE ACTIVOS

Clase de activo Indicadores de rentabilidad	Títulos accionarios		Títulos de deuda		Activos en efectivo	Fondo tipo I
	Mercado local	Mercado internacional	Mercado local	Mercado internacional		
Rentabilidad nominal (Rnom)	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark
Rentabilidad real (Rreal)	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark
Rentab. nominal/Desv. Estándar	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark
Sharpe Ratio	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark	Benchmark
Tracking Error						
Information Ratio						

FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

El nuevo esquema de evaluación de gestores utilizando *benchmarks* por clase de activos, tiene las siguientes ventajas:

- Los *benchmarks* elegidos permiten seguir estándares internacionales con características de validez que no se encuentran en el *benchmark* del promedio del sistema: son especificados antes del período de evaluación y conocidos por las partes interesadas (*specified in advance*), no son ambiguos (*unambiguous*) dado que la identidad y peso de los valores están claramente definidos, son replicables (*investable*) ya que es posible seguir una estrategia pasiva con ellos, y son estimables en el tiempo (*measurable*).
- Permite una administración más eficiente del portafolio. No existe la restricción de optimizar el portafolio sujeto a la rentabilidad mínima basada en el retorno promedio del sistema, lo que permite alcanzar fronteras más eficientes.
- Permite una mayor diferenciación de portafolios, dado que cada AFP elige sus propios *benchmarks*, promueve una mayor diferenciación para el mismo tipo de fondo (1, 2 o 3) entre distintas AFP. Asimismo, otorga una mayor libertad para el *tactical asset allocation* y la posibilidad de generación de retornos activos (*active returns*).
- Permite una mejor evaluación de los administradores, debido a que estos son evaluados en relación con la estrategia establecida y los *benchmarks* acordes a dichas estrategias (no se impone el *benchmark*), de manera similar a lo utilizado por la industria de inversiones global de manejo de activos.

B. Flexibilización de inversiones

En el SPP peruano la flexibilización de inversiones es bastante amplia. Los fondos pueden estar invertidos en activos tradicionales (líquidos) como acciones, bonos y

fondos mutuos en diferentes mercados; y activos no tradicionales (ilíquidos), como acciones y bonos de proyectos nuevos (*project finance*), fondos de inversión alternativos (fondos de *private equity*, *hedge funds*, fondos de *commodities*, fondos inmobiliarios, etcétera), titulaciones de activos inmobiliarios (*mortgage & asset backed securities*) y de otros activos, instrumentos estructurados (notas de capital protegido más derivados sobre diversos subyacentes), etcétera.

Asimismo, con la finalidad de que las AFP gestionen de manera más eficiente la volatilidad de las inversiones y los riesgos asociados a las alternativas de inversión existentes, se permite la negociación de instrumentos derivados. Además, está autorizada la utilización tanto de los mercados de oferta pública como de oferta privada de todo tipo de instrumento, tanto en mercados primarios como secundarios, para acceder a todas las oportunidades de inversión disponibles.

Esta flexibilización posibilita alcanzar nuevas fronteras eficientes de inversión (mayor rentabilidad ajustada por riesgo) y promueve una mayor diferenciación de las carteras de inversiones de los fondos de pensiones.

C. Alineación de intereses y protección al afiliado

C.1 Gobierno fiduciario

El gobierno fiduciario viene dado por el conjunto de los más altos estándares profesionales en la gestión de las inversiones y riesgos aplicable a administradores (directores, gerentes y personal operativo) de fondos de terceros, como las AFP. La aplicación de estos estándares minimiza el riesgo moral al alinear los intereses del administrador con los de los afiliados, además de promover la autoregulación de los administradores. Funciona como un contrato social que garantiza un manejo profesional y diligente de los fondos al brindar tranquilidad y confianza al sistema de fondos de pensiones.

Las mejores prácticas aplicadas en el SPP incluyen el uso de códigos de ética, la capacidad profesional, el adecuado manejo de conflictos de interés, el monitoreo de las transacciones (*market watch*), el establecimiento de prácticas prohibidas en la negociación, la eficiencia en el costo de las inversiones, las mejores prácticas de negociación, entre otras.

C.2 Rentabilidad mínima endógena – VAR relativo

En el caso de la rentabilidad mínima, la propuesta peruana que se está desarrollando constituye una aplicación del concepto de VaR relativo (*relative value at risk* [VaR]). En términos concretos, es muy simple: calcular mensualmente, para períodos de

doce meses, con base diaria, la diferencia (*tracking error*) que existe entre la rentabilidad actual del portafolio y la rentabilidad objetivo considerando los *benchmarks*. Una vez que se tiene la distribución de las diferencias diarias, se puede calcular el VaR relativo. En este esquema, la AFP elegiría cuál es el nivel de confianza para determinar el VaR relativo; por ejemplo, si este nivel de confianza fuera de 95%, determinaría el VaR relativo al nivel de 5%, el cual sería la rentabilidad mínima (véase el Cuadro 3).

Tanto el *benchmark* como la metodología del VaR relativo son escogidas por la administradora, y son validadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), de manera que esta garantía de rentabilidad se convierte en una variable endógena y debe permitir la adecuada optimización del portafolio. Es una herramienta de gestión de riesgo y ya no una restricción externa que limita la eficiencia de la gestión, lo que evita muchas de las críticas que se le han hecho al concepto de rentabilidad mínima.

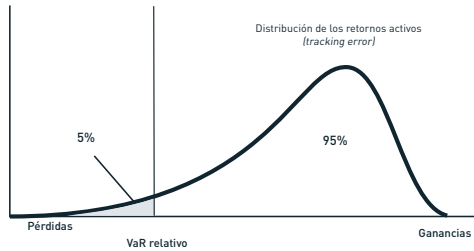
CUADRO 3
ESTIMACIÓN DE LA RENTABILIDAD MÍNIMA PROPUESTA EN EL NUEVO MODELO PERUANO (VAR RELATIVO)

Rentabilidad nominal del portafolio actual	Rentabilidad nominal del portafolio objetivo	Diferencia de retorno (<i>tracking error</i>)
$R_p = \sum_{i=1}^5 w_i \times R_i$	$R_{PLP} = \sum_{i=1}^5 W_i \times RB_i$	$E = R_p - R_{PLP}$
<p>Donde: R_p: rentabilidad nominal del portafolio actual.</p>	<p>Donde: R_{PLP}: rentabilidad nominal del portafolio objetivo a largo plazo.</p>	<p>Donde: E: retorno activo (<i>tracking error</i>).</p>
<p>W_i: porcentaje de inversión actual en la clase de activo i.</p>	<p>W_i: porcentaje objetivo de inversión en la clase de activo i que se señala en la política de inversión del fondo.</p>	<p>R_p: rentabilidad nominal del portafolio actual.</p>
<p>R_i: rentabilidad nominal actual de la clase de activo i.</p>	<p>RB_i: rentabilidad nominal actual del <i>benchmark</i> de la clase de activo i.</p>	<p>R_{PLP}: rentabilidad nominal del portafolio objetivo a largo plazo.</p>
<p>[Para i = 1, 2, 3, 4 y 5; donde 1: títulos accionarios locales, 2: títulos accionarios internacionales, 3: títulos de deuda locales, 4: títulos de deuda internacionales, y 5: activos en efectivo].</p>		

VaR relativo

El VaR relativo mide el riesgo de que el portafolio tenga un rendimiento muy inferior al del portafolio objetivo.

Se calculará con la distribución de las diferencias de retornos diarios. Para ello se emplea como mínimo 250 observaciones, y servirá para determinar la rentabilidad mínima del portafolio para un nivel de confianza dado (véase el gráfico).



FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.

Entre las principales ventajas del VaR relativo podemos mencionar las siguientes:

- **No daña el proceso de optimización.** Es un producto del proceso de inversiones de cada AFP (variable endógena). Por ello no restringe regulatoriamente el proceso de optimización y permite portafolios más eficientes.
- **Permite una mejor evaluación de las administradoras.** Cada administrador es evaluado en relación con las estrategias establecidas y el estilo de inversión señalados en sus políticas de inversiones. Se debe establecer objetivos de inversión de largo plazo para que estén de acuerdo al horizonte de inversión de los afiliados.
- **Evita el efecto manada.** Se minimizan incentivos para que las carteras de distintas AFP sean parecidas, ya que cada gestor sigue estrategias diferenciadas de acuerdo a los *benchmark* elegidos.
- **Da seguridad y tranquilidad al sistema.** Si los administradores son realmente malos en relación con sus *benchmark*, se debe ejecutar la garantía de rentabilidad (encaje, fianzas o cargo de capital).

C.3 Requerimiento de encaje por garantía de rentabilidad

El encaje es una variable que todavía se mantiene en el sistema peruano por tres características básicas. En primer lugar, minimiza el riesgo moral de la administradora, dado que si se requiere que la administradora invierta su capital en la misma

cartera de inversiones del fondo en un porcentaje relacionado con el tamaño de este (alrededor de 1%), la AFP tiene incentivos para realizar un manejo eficiente. Segundo, existen cargas de capital para cubrir el riesgo operativo, ocasionado por procesos inadecuados, fallas del personal y fallas de la tecnología de información, o eventos externos para cubrir las pérdidas generadas por errores de la AFP. Por último, el encaje servirá como una carga de capital para cubrir el déficit entre la rentabilidad del fondo y la rentabilidad mínima. Pero la diferencia del VaR relativo con respecto al esquema actual es que minimiza, en términos probabilísticos, el impacto de la rentabilidad mínima, a tal punto que no daña la optimización de portafolios. Es más, la rentabilidad mínima, considerando un VaR relativo, es parte de un esquema de gestión de riesgos profesional.

C.4 Efecto reputacional (disciplina de mercado)

El análisis del desempeño de los fondos de pensiones, que será difundido públicamente y que se realiza comparando los retornos actuales obtenidos por las administradoras con los *benchmarks* elegidos por clase de activo, permitirá identificar aquellos gestores que están superando sus índices de referencia. Este análisis genera un efecto reputacional que va a tener un impacto importante en la disciplina de mercado, a efecto de que los administradores tengan incentivos permanentes para una gestión exitosa.

Es sumamente costoso tener la reputación de ser un mal gestor. Existen costos de movilidad de afiliados, ya que migran a otros administradores, y un costo reputacional elevado. La intensa competencia y la publicidad agresiva magnifican las deficiencias de otros administradores, por lo que construir una buena reputación toma tiempo y esfuerzo, pero es muy fácil perderla.

VI. CONCLUSIONES

En el inicio de los sistemas privados de pensiones existían ciertas características estructurales (mercado de capitales poco desarrollado, poca liquidez, poca experticia, desconocimiento del sistema por el público) que hacían relevante la existencia de las garantías de rentabilidad como mecanismos que generaran confianza en un enfoque nuevo y desconocido de administración de las pensiones. Era importante darle seguridad al nuevo sistema y crear confianza entre los afiliados, políticos y otros grupos de interés, sobre todo por el hecho de que las administradoras son empresas privadas que gestionan dinero del público (los bancos y compañías de seguros tienen requerimientos de capital como mejor práctica). Por ello, la mayoría de sistemas incorporaron el concepto de rentabilidad mínima.

Los sistemas privados de pensiones se han desarrollado y perfeccionado con el tiempo. Asimismo, los afiliados tienen más experiencia y los grupos de interés conocen mejor el funcionamiento del sistema. Por este motivo, se buscan esquemas más flexibles que favorezcan la optimización de los portafolios y generen un mayor valor para los afiliados. Por ello se flexibilizan los esquemas de rentabilidad mínima.

En la industria global de la gestión de inversiones no se maneja el concepto de garantías de rentabilidad, sino que el *performance* del portafolio se mide en relación con *benchmarks*, para lo cual es importante que el gobierno fiduciario y la gestión de riesgos se encuentren desarrollados y fortalecidos.

En el caso de los sistemas privados de fondos de pensiones, es importante que las garantías de rentabilidad no perjudiquen la optimización de los portafolios de inversión, por lo tanto, la rentabilidad mínima debe estar relacionada con una variable endógena al modelo de optimización (el *benchmark* ya no corresponde al promedio del SPP) y en simultáneo debe existir una cobertura adecuada por riesgo operativo.

En la propuesta peruana, la rentabilidad mínima es una variable endógena al modelo de optimización y se convierte en una herramienta de gestión de riesgos (con la introducción del VaR relativo), que además promueve la factibilidad de alcanzar portafolios más eficientes que otorguen mayor valor a los afiliados. En este nuevo escenario, los administradores tienen incentivos a realizar un buen manejo de los portafolios debido a que el costo reputacional de no hacerlo es muy alto, lo cual constituye un complemento a los incentivos explícitos como el *benchmarking* y las obligaciones fiduciarias.

ANEXO 1 GARANTÍAS DE RENTABILIDAD EN PAÍSES DE LATINOAMÉRICA

País	Rentabilidad mínima	Garantía de rentabilidad mínima
	Para los fondos de pensiones que tengan 36 o más meses de funcionamiento: 1. Fondos tipo A y B (mínimo entre): a) La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis (36) meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos cuatro puntos porcentuales (4%). b) La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses (36) promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento (50%) de dicha rentabilidad. 2. En el caso de los fondos tipo C, D y E: a) La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses (36) promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos dos puntos porcentuales (2%). b) La rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses (36) promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento (50%) de dicha rentabilidad.	Encaje, correspondiente a 1% del valor de cada fondo. Este requerimiento de capital es invertido en cuotas del respectivo fondo. El Estado, en caso de los recursos del encaje no cubran el déficit de rentabilidad de los fondos de pensiones.
Chile ^{1/}	Para los fondos de pensiones que tengan 12 o más meses y menos de 36 meses de funcionamiento: 3. Fondos tipo A y B (mínimo entre): a) La rentabilidad real anualizada de los últimos 36 meses promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, para el período equivalente a los meses de funcionamiento del nuevo fondo, menos seis puntos porcentuales (6%). b) La rentabilidad real anualizada promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, para el período equivalente a los meses de funcionamiento del nuevo fondo, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento (50%) de dicha rentabilidad. 4. En el caso de los fondos tipo C, D y E: a) La rentabilidad real anualizada promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, para el período equivalente a los meses de funcionamiento del nuevo fondo, menos cuatro puntos porcentuales (4%). b) La rentabilidad real anualizada promedio de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, para el período equivalente a los meses de funcionamiento del nuevo fondo, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento (50%) de dicha rentabilidad.	
Colombia ^{2/}	La rentabilidad mínima obligatoria para los fondos de pensiones será la que resulte inferior entre: 1. El promedio simple, disminuido en un treinta por ciento (30%), de: a) El promedio ponderado de las rentabilidades acumuladas efectivas anuales durante el período de cálculo correspondiente. b) El promedio ponderado de: i) la variación porcentual efectiva anual durante el período de cálculo correspondiente del índice de la Bolsa de Valores de Colombia, ponderado por el porcentaje del portafolio de los fondos invertido en acciones de emisores nacionales y en fondos de inversión en la proporción invertida en acciones; ii) la variación porcentual efectiva anual durante el período de cálculo correspondiente del índice representativo del mercado accionario del exterior que indique la Superintendencia Financiera de Colombia, ponderado por el porcentaje del portafolio de los fondos invertido en acciones de emisores extranjeros y en fondos de inversión internacionales en la proporción invertida en acciones; y iii) la rentabilidad acumulada efectiva anual arrojada para el período de cálculo correspondiente por un portafolio de referencia valorado a precios de mercado, ponderado por el porcentaje invertido en las demás inversiones admisibles. 2. El promedio simple de los factores previstos en los literales a) y b) del numeral anterior, disminuido en doscientos sesenta puntos básicos (260 pb).	Reserva de estabilización de rendimientos (similar al encaje) correspondiente a 1% del valor de los fondos. Este requerimiento de capital es invertido en los fondos administrados. Las administradoras deberán contar con la garantía del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, con cargo a sus propios recursos, para asegurar el reembolso del saldo de las cuentas individuales de ahorro pensional, en caso de disolución o liquidación de la respectiva administradora, sin sobrepasar respecto de cada afiliado el ciento por ciento (100%) de lo correspondiente a cotizaciones obligatorias, incluidos sus respectivos intereses y rendimientos, y de 150 salarios mínimos legales mensuales correspondientes a cotizaciones voluntarias. Las garantías en ningún caso podrán ser inferiores a las establecidas por la Superintendencia Bancaria para las instituciones del régimen financiero. Asimismo, el mencionado fondo garantizará que el saldo de las cuentas individuales de ahorro pensional no podrá ser inferior al valor histórico de tales aportes ajustado con la variación del índice de poder adquisitivo de la moneda desde la fecha en que se realizaron cada uno de ellos hasta la fecha que se toma en cuenta para el cálculo.
Argentina ^{3/}	Determinado por el mínimo entre (base de cálculo anual): 1. El setenta por ciento (70%) de la rentabilidad promedio del sistema, o 2. La rentabilidad promedio del sistema menos dos puntos porcentuales (2%). Los requisitos de rentabilidad mínima no serán de aplicación a las administradoras que cuenten con menos de doce meses de funcionamiento.	Encaje, correspondiente a 1% del Fondo de Jubilaciones y Pensiones, que no podrá ser inferior a un millón quinientos mil pesos (\$ 1.500.000). El monto del encaje deberá ser invertido de manera separada a los fondos, en los mismos instrumentos autorizados para el fondo y con iguales limitaciones.
Perú	Las AFP son responsables de que cada mes la rentabilidad real anual de los últimos doce (12) meses del fondo que administran, calculada mensualmente, no sea menor a la que resulte inferior entre: 1. La rentabilidad real de los últimos doce (12) meses promedio de todos los fondos, menos 3 puntos porcentuales. 2. El veinticinco por ciento (25%) de la rentabilidad real de los últimos doce (12) meses promedio de todos los fondos.	Encaje, equivalente a uno por ciento (1%) del fondo. Carta-fianza, equivalente a 0,5% del fondo, expedida a favor de la Superintendencia por un banco, la cual deberá considerar el valor de la cartera administrada y del encaje mantenido al cierre del período trimestral anterior, y deberá cubrir un período de vigencia no menor a 95 días calendario.
México	No tiene rentabilidad mínima ni garantía de rentabilidad. La única garantía que existe es la pensión mínima que paga el gobierno federal a quienes después de 24 años de cotizaciones no tienen un saldo suficiente en su cuenta para obtener una pensión de al menos un salario mínimo.	

NOTAS:

^{1/} DECRETO LEY 3.500, MODIFICADO MEDIANTE LA LEY 20.255 (LA RESERVA DE FLUCTUACIÓN DE RENTABILIDAD DEJÓ DE SER APLICABLE A PARTIR DEL 1 DE OCTUBRE DE 2008).

^{2/} DECRETO 2664 DEL 2007 Y LEY 100.

^{3/} INSTRUCCIÓN SAFJP 19/2007 Y LA LEY 24.241.

FUENTE: ELABORACIÓN DEL AUTOR.