



SERIE REGULACIONES COMPARADAS

MULTIFONDOS

LOS CASOS DE CHILE, MÉXICO Y PERÚ

Santiago, Diciembre 2007



RESUMEN EJECUTIVO

Recientemente algunos países que han adoptado sistemas mandatados de pensiones de capitalización individual han permitido que sus respectivos afiliados escojan entre distintos portafolios de inversión, en una modalidad que se conoce con el nombre de “multifondos”. En este artículo se describen las regulaciones que rigen actualmente en los sistemas de multifondos en tres países miembros de la FIAP (Chile, México y Perú).

Desde el año 2002, las AFP’s chilenas ofrecen a sus afiliados cinco tipos de fondos. Desde el año 2005 las AFORES mexicanas ofrecen dos fondos (SIEFORES Básicas 1 y 2). Las AFP peruanas ofrecen, también desde el 2005, tres opciones de fondos.

En los tres países analizados los distintos portafolios se diferencian por su porcentaje de inversión en renta variable. Los Fondos más conservadores no invierten (o invierten porcentajes muy bajos) en renta variable, mientras que los Fondos más agresivos tienen una elevada inversión en renta variable.

En Chile, los hombres menores de 55 y las mujeres menores de 50 años, pueden elegir entre los cinco tipos de fondos disponibles (fondos A, B, C, D y E), mientras que los hombres y mujeres que sobrepasan esas edades sólo pueden elegir entre los cuatro fondos de menor riesgo relativo, y los pensionados entre los tres fondos de menor riesgo relativo. En México, los afiliados pueden elegir entre los dos fondos (SIEFORES Básicas 1 y 2)¹ y en Perú, los afiliados pueden elegir entre los tres fondos. En los tres países, cuando los afiliados no eligen el fondo, rigen reglas de asignación por default según las edades de los afiliados respectivos.

En los tres países los afiliados pueden transferir sus saldos entre los fondos de la misma administradora. En Chile existe un número máximo de dos transferencias al año libre de comisiones². Por las transferencias de fondos por sobre ese número, se cobra una comisión de salida fija por operación. México y Perú no cobran comisión por cambio de fondo.

En Chile los saldos por cotizaciones obligatorias pueden distribuirse en distintos Fondos. En México y Perú, los saldos por cotizaciones obligatorias sólo pueden mantenerse en uno de los Fondos.

En Chile se exige una rentabilidad mínima, diferente según el tipo de Fondo. En Perú el año 2005 la garantía de rentabilidad mínima para cada uno de los Fondos administrados por las AFP’s, fue reemplazada por un nuevo sistema basado en indicadores de referencia de

¹ Cabe aclarar que en la SIEFORE Básica 2 sólo pueden invertir los trabajadores menores de 56 años de edad.

² Las AFP’s cobrar comisiones por sobre dos trasposos, pero en la práctica ninguna lo hace.



rentabilidad o “benchmark”. En tanto, en México no existe exigencia de rentabilidad mínima ni mecanismos de resguardo para la rentabilidad de los Fondos de Pensiones.

Por último, en Chile y Perú las AFP’s pueden realizar transferencias de instrumentos entre Fondos, sólo cuando responden a los traspasos de afiliados entre Fondos de la misma administradora. En tanto, a las AFORES mexicanas no se les permite realizar traspasos directos de instrumentos entre los Fondos de una misma administradora. Cabe destacar que las SIEFORES mexicanas tienen personalidad jurídica y patrimonio propios y se encuentran separados entre ellas y el de las administradores, por lo que la única manera de transferir valores es a través del mercado.

Algo que cabe destacar es que los próximos cambios en el sistema previsional mexicano lo acercan cada vez más al modelo chileno. En primer término, desde marzo del año 2008 las AFORES podrán ofrecer cinco distintos tipos de fondos. En segundo lugar, se aumentarán los límites de inversión en renta variable. Y tercero, se aumentará importancia al factor rentabilidad en el resultado de las pensiones más que el factor precio (comisiones).



Índice

I. Introducción	5
II. Metodología	6
III. Regulaciones a los multifondos	7
a. Tipos de Fondos	7
b. Composición del portafolio de inversiones	9
c. Selección de Fondos	11
d. Separación de saldos	13
e. Rentabilidad mínima y mecanismos de resguardo	14
f. Transferencias de instrumentos entre Fondos	16
Anexo	18
Referencias	23



I. Introducción

Una tendencia reciente en los sistemas de capitalización individual mandados es la introducción de esquemas que otorgan opciones de inversión a sus afiliados. Esta nueva modalidad se conoce con el nombre de “multifondos”. El propósito de este trabajo es describir las regulaciones de los sistemas de multifondos en los países FIAP que los han implementado -Chile, México, y Perú³- con información actualizada al año 2007⁴.

Los sistemas de multifondos permiten que los afiliados seleccionen el portafolio de inversión óptimo que es compatible con sus preferencias de riesgo y retorno. Esta innovación fue diseñada para permitir que el riesgo de la cartera de activos financieros en la que se invierte esté asociado al horizonte de inversión del afiliado, lo que permite elevar el valor esperado de su pensión. Pero los multifondos tienen también otros efectos positivos sobre el sistema previsional y el mercado de capitales, entre los cuales destacan los siguientes:

- 1) **Mayor información.** Se genera un mayor incentivo para que los afiliados se informen acerca del desempeño de sus Fondos de Pensiones, imponiendo una mayor disciplina al administrador de éstos. Esto implica que las administradoras se ven en la necesidad de ofrecer cada vez mayores niveles de información a sus afiliados.
- 2) **Mayor participación.** La posibilidad de elección de cartera permite que los afiliados se sientan más participes en la administración de sus Fondos. Esto es positivo toda vez que los afiliados, al tener mayor información acerca de su Fondo de pensiones, puede destinar mayor tiempo y preocupación a otras dimensiones de la planificación previsional.
- 3) **Mejor asignación de recursos.** La mayor diversificación de las inversiones impuesta por los multifondos genera un aumento de la eficiencia en la asignación de los recursos financieros en la economía⁵.

Después de la presente Introducción, en el capítulo II se explica la metodología utilizada para el trabajo y en el Capítulo III se describen las regulaciones existentes en los sistemas de multifondos de Chile, México, y Perú. El trabajo termina con Anexos estadísticos y una lista de referencias bibliográficas.

Se agradece al Sr. Manuel Tabilo, Analista de Estudios de la FIAP, su colaboración para la elaboración de este trabajo, y los comentarios del Sr. Augusto Iglesias, socio consultor de PrimAmérica Consultores.

³ Año de inicio del sistema previsional de capitalización individual obligatorio: Chile (1981), México (1997), y Perú (1993).

⁴ Hungría, Estonia, Eslovaquia, Suecia y Latvia, todos países con programas mandados de capitalización individual, también dan a sus miembros la posibilidad de escoger entre distintos portafolios.

⁵ Esta aseveración supone que los activos previsionales constituyen un porcentaje elevado del total de activos de cada afiliado y que el resto de los activos (no previsionales) están asignados de manera subóptima.



II. Metodología

Este artículo tiene un carácter descriptivo. Se analizó información proporcionada directamente a la FIAP por las asociaciones gremiales de administradoras de Fondos de Pensiones de Chile, México, y Perú. Además, se recurrió a las páginas web de las entidades fiscalizadoras de los nuevos sistemas de pensiones y de las asociaciones gremiales. Cuando fue necesario, se examinó también el texto de las regulaciones correspondientes.

El estudio se concentra en los países miembros de la FIAP. Otros países - Hungría, Estonia, Eslovaquia, Suecia y Latvia- que han adoptado programas mandatados de capitalización individual, también dan a sus miembros la posibilidad de escoger entre distintos portafolios. Sus respectivos casos se describirán en un documento futuro.

Damos el nombre de “multifondos” a los sistemas que permiten a las entidades administradoras ofrecer más de un portafolio a sus respectivos afiliados. En el documento se describe seis aspectos principales de los multifondos. Primero, los distintos tipos de portafolio en cada uno de los tres países analizados. Segundo, se describe la composición del portafolio de inversiones en cada país, según tipo de Fondo. En tercer lugar, se describe cómo los afiliados seleccionan entre los distintos portafolios, las reglas que se aplican cuando no existe elección, y las reglas para la transferencia de saldos entre Fondos. En cuarto lugar, se describe la regulación que se aplica para la distribución de los saldos de un mismo afiliado entre los distintos portafolios. Luego se describen las regulaciones de rentabilidad mínima y los mecanismos de resguardo, según tipo de Fondo, en cada país. Por último, se describe la normativa que se aplica a los traspasos de activos entre Fondos.



III. Regulaciones a los multifondos

En esta sección se describen y comparan las regulaciones de los sistemas de multifondos en Chile, México y Perú. En el Cuadro N° 1 del Anexo se presenta un resumen de estas regulaciones.

a. Tipos de Fondos

i. Chile

Los multifondos se introdujeron en enero del año 2000. En esa fecha se obligó a las administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's) a ofrecer dos tipos de portafolio: un "Fondo 1" balanceado entre acciones y renta fija, y un "Fondo 2" de renta fija, al que sólo podían acceder aquellos afiliados próximos a pensionarse.

Luego, en el año 2002 se permitió a las administradoras a ofrecer cinco tipos de Fondos, llamados A, B, C, D y E. Estos Fondos se distinguen principalmente según el porcentaje de sus activos que pueden invertirse en instrumentos de renta variable⁶. Los porcentajes máximos y mínimos en que se pueden invertir los recursos de los distintos tipos de Fondos de Pensiones en instrumentos de renta variable son los siguientes (ver Tabla N° 1).

Tabla N° 1
Límites Mínimos y Máximos de Inversión en Renta Variable

Fondo	Límite Máximo	Límite Mínimo
A	80%	40%
B	60%	25%
C	40%	15%
D	20%	5%
E	0%	0%

A las administradoras se les permite ofrecer los cuatro Fondos de menor riesgo relativo (Fondos B, C, D y E). En tanto, la creación del Fondo A, más intensivo en títulos de renta variable, es de carácter voluntario. En todo caso, a la fecha, todas las AFP's existentes ofrecen a sus afiliados el Fondo A.

ii. México

Los multifondos se introdujeron en enero del año 2005. A partir de esa fecha las AFORES deben ofrecer dos tipos de Fondos: la SIEFORE Básica 1 (SB1) y la SIEFORE Básica 2 (SB2).

⁶ Tapia y Yermo (2007), página 11.



A partir del 28 de marzo del año 2008, se incorporarán tres nuevos Fondos, las SIEFORES Básicas 3, 4 y 5 (SB3, SB4 y SB5, respectivamente), que serán de carácter voluntario para las AFORES⁷⁸.

La SB1 sólo puede invertir en instrumentos de renta fija, nacionales y extranjeros, y en los valores internacionales de deuda permitidos (títulos emitidos por gobiernos y empresas con alta calificación crediticia)⁹. La SB2 tiene un límite máximo de inversión en renta variable de 15% del total invertido. En el caso de la SB3, SB4 y SB5, este límite asciende a un 20%, 25% y 30%, respectivamente.

Cabe señalar que para los fondos señalados la ley no establece límites mínimos de inversión en renta variable o renta fija.

iii. Perú

El esquema de multifondos fue establecido en diciembre del año 2005. Existen tres tipos de Fondos para aportes obligatorios: el Fondo Tipo 1 (Fondo de Preservación de Capital ó Conservador), que busca un crecimiento estable con baja volatilidad de inversión; el Fondo Tipo 2 (Fondo Mixto ó Balanceado), que busca un crecimiento moderado con volatilidad media de inversión; y el Fondo Tipo 3 o Fondo de Apreciación del Capital (Fondo de Crecimiento), que busca un alto nivel de crecimiento del Fondo con alta volatilidad de inversión¹⁰.

Los límites de inversión de cada portafolio distinguen cuatro categorías de instrumentos: renta variable; renta fija; derivados; y corto plazo. Al Fondo “Conservador” (o Tipo 1) se le permite tener invertido como máximo el 10% en renta variable, al igual que en instrumentos derivados; hasta un 40% de su valor en instrumentos de corto plazo, y hasta un 100% en renta fija. El Fondo “Balanceado” (o Tipo 2) puede invertir hasta un 45% en renta variable; un 75% en renta fija; un 30% en instrumentos de corto plazo; y un 10% en instrumentos derivados. Por último, el Fondo de “Crecimiento” (o Tipo 3) puede invertir hasta un 80% en renta variable; un 70% en renta fija; un 30% en instrumentos de corto plazo; y un 20% en instrumentos derivados¹¹. Al igual que en el caso de México, la ley no establece límites mínimos de inversión en renta variable o renta fija.

⁷ CONSAR (2007).

⁸ Conforme a la nueva regulación, las AFORES deben operar cuando menos las SIEFORES básicas 1 y 2. Para administrar las SIEFORES básicas 3, 4 y 5, los Fondos deben abrirse en orden secuencial, o bien, simultáneamente. Esto significa que primero se abre la SIEFORE básica 3, después la 4 y, finalmente, la 5 (o todas al mismo tiempo).

⁹ Rozinka y Tapia (2007).

¹⁰ SBS (2003).

¹¹ Tapia y Yermo (2007), página 12.



b. Composición del portafolio de inversiones

i. Chile

A julio de 2007 existían US\$ 22.831 millones (22,36%) invertidos en el Fondo A; US\$ 23.611 millones (23,13%) invertidos en el Fondo B; US\$ 44.004 millones (43,1%) invertidos en el Fondo C; US\$ 10.323 millones (10,11%) en el Fondo D; y US\$ 1.324 millones (1,3%) en el Fondo E. En suma los activos administrados de los Fondos de Pensiones alcanzaban US\$ 102.092 millones¹².

A esta fecha, el Fondo E tiene invertido en renta fija el 100% de sus activos. Le sigue el Fondo D (con un 72,12%), el C (con un 50,55%), el B (con un 37,05%), y el A (con un 27,87%). A su vez, el 72,13% de los activos del Fondo A se encuentran invertidos en renta variable, porcentaje que decrece a un 62,95% para el caso del Fondo B, a un 49,45% para el C, y a un 27,88% para el D¹³. Cabe señalar que los Fondos B, C y D han ido paulatinamente aumentando los excesos al límite máximo establecido para inversiones en instrumentos de renta variable. La Superintendencia ha identificado tres causas para esto: (i) La rentabilidad que han obtenido los instrumentos de renta variable, lo que significa ir aumentando el porcentaje de inversión en ellos ; (ii) La existencia de flujos de egresos netos en el patrimonio ; (iii) La decisión de las AFP's de adquirir instrumentos de renta variable por montos superiores al que representa los instrumentos que enajena. Por tal motivo, la Superintendencia de AFP (SAFP) ha instruido a las AFP's a que dentro del plazo de un año, eliminen todo exceso de inversión¹⁴.

A continuación se describe la distribución del portafolio entre renta fija y renta variable, para cada sector institucional¹⁵.

- a) Sector Estatal. Este sector sólo está compuesto por instrumentos de renta fija. El Fondo E invierte el 21,24% de sus activos en este sector. Le sigue el Fondo D (con un 17,16%), el C (con un 12,6%), el B (con un 5,84%), y el A (con un 2,99%).
- b) Sector Empresas. El Fondo E tiene invertido en renta fija el 26,4% de sus activos. Le siguen los Fondos D, C, B, y A, con un 12,88%, un 9,45%, un 4,87%, y un 2,36%, respectivamente. El Fondo A tiene invertido en renta variable el 23,28% de sus activos. Este porcentaje decrece a un 22,72% para el caso del Fondo B, a un 21,97% para el C, y a un 14,86% para el D.
- c) Sector Financiero. El Fondo E tiene invertido en renta fija el 52,17% de sus activos. Le siguen los Fondos D, C, B, y A, con un 41,22%, un 28,4%, un 26,2%, y un 22,21%, respectivamente. El Fondo B tiene invertido en renta variable el 0,88% de sus activos, al igual que el fondo C. Este porcentaje decrece a un 0,74% para el A, y a un 0,63% para el D.

¹² Ver Cuadro N° 2 del Anexo.

¹³ Como ya se ha dicho, el Fondo E no invierte en renta variable.

¹⁴ Comunicado de Prensa SAFP (2007).

¹⁵ Ver Cuadro N° 3 del Anexo.



- d) Sector Extranjero. El Fondo D tiene invertido en renta fija el 0,63% de sus activos. Le siguen los Fondos A, E, B, y C, con un 0,28%, un 0,18%, un 0,12%, y un 0,05%, respectivamente. El Fondo A tiene invertido en renta variable el 48,12% de sus activos. Este porcentaje decrece a un 39,35% para el caso del Fondo B, a un 26,6% para el C, y a un 12,39% para el D.

ii. México

A julio de 2007 existían US\$ 7.449,1 millones (10,14%) invertidos en la SB1, y US\$ 66.020,3 millones (89,86%) en la SB2. En suma, los activos administrados por los Fondos de Pensiones mexicanos ascienden a US\$ 73.469,4 millones¹⁶.

A esta fecha, la SB1 tiene invertido en renta fija el 100% de sus activos¹⁷. En tanto, el 91,16% de los activos de la SB2 están invertidos en renta fija, versus un 8,84% en renta variable.

A continuación se describe la distribución del portafolio de cada SB entre renta fija y renta variable, para cada sector institucional¹⁸.

- a) Sector Estatal. Este sector sólo está compuesto por instrumentos de renta fija. La SB1 invierte el 73,67% de sus activos en este sector, mientras que la SB2 lo hace en un 71,9%.
- b) Sector Empresas. La SB1 tiene invertido en renta fija el 15,09% de sus activos, mientras que la SB2 el 12,42%. Además, la SB2 invierte el 3,53% de sus activos en renta variable.
- c) Sector Financiero. La SB1 tiene invertido en renta fija el 3,88% de sus activos, mientras que la SB2 el 1,48%. La SB2 no presenta inversión en renta variable.
- d) Sector Extranjero. La SB1 tiene invertido en renta fija el 7,36% de sus activos, mientras que la SB2 el 5,35%. Además, la SB2 invierte el 5,32% de sus activos en renta variable.

iii. Perú

A julio de 2007 existían US\$ 942 millones invertidos en el Fondo Tipo 1 (4,74%), US\$ 14.994,23 millones (75,45%) en el Fondo Tipo 2, y US\$ 3.936,52 millones (19,81%) en el Fondo Tipo 3. En suma, los activos administrados por los Fondos de Pensiones peruanos ascienden a US\$ 19.872,75 millones¹⁹.

A esta fecha, el Fondo Tipo 1 tiene invertido en renta fija el 77,27% de sus activos, mientras que el Fondo Tipo 2 el 46,34% y el Fondo Tipo 3 el 18,35%. A su vez, el Fondo

¹⁶ Ver Cuadro N° 3 del Anexo.

¹⁷ Recordemos que la SB1 no invierte en instrumentos de renta variable.

¹⁸ Ver Cuadro N° 3 del Anexo.

¹⁹ Ver Cuadro N° 4 del Anexo.



Tipo 3 invierte el 78,71% de sus activos en renta variable, y este porcentaje cae a un 53,23% y 21,36% en el caso de los Fondos Tipo 2 y 1, respectivamente.

Debe notarse que efectivamente hay un exceso al límite máximo permitido para inversiones en renta variable, en los Fondos Tipo 1 y 2. En todo caso, el artículo 74 de la ley del Sistema Privado de Pensiones establece que producido un exceso de inversión imputable, la Superintendencia determinará el plazo en el que se eliminará dicho exceso tomando en cuenta para ello las condiciones de mercado, y las AFP podrán seleccionar libremente los instrumentos que enajenarán con el objeto de adecuar sus inversiones a los límites máximos de inversión, o a los requisitos establecidos²⁰.

A continuación se describe la distribución del portafolio de cada fondo entre renta fija y renta variable, para cada sector institucional²¹.

- a) Sector Estatal. Este sector sólo está compuesto por instrumentos de renta fija. El Fondo Tipo 1 invierte el 30,7% de sus activos en este sector, mientras que los Fondos Tipo 2 y 3 lo hacen por un 25,41% y un 10,64%, respectivamente.
- b) Sector Empresas. El Fondo Tipo 1 tiene invertido en renta fija el 24,49% de sus activos, mientras que el Fondo Tipo 2 el 10,17%, y el Fondo Tipo 3 el 2,99%. A su vez, el Fondo Tipo 3 invierte en renta variable el 60,73% de sus activos, y este porcentaje cae a un 39,59% y un 15,75% en el caso de los Fondos Tipo 2 y 1, respectivamente.
- c) Sector Financiero. El Fondo Tipo 1 tiene invertido en renta fija el 18,9% de sus activos, mientras que el Fondo Tipo 2 el 6,55%, y el Fondo Tipo 3 el 3,16%. A su vez, el Fondo Tipo 3 invierte en renta variable el 10,43% de sus activos, y este porcentaje cae a un 7,41% y un 1,09% en el caso de los Fondos Tipo 2 y 1, respectivamente.
- d) Sector Extranjero. El Fondo Tipo 1 tiene invertido en renta fija el 3,18% de sus activos, mientras que el Fondo Tipo 2 el 4,21%, y el Fondo Tipo 3 el 1,56%. A su vez, el Fondo Tipo 3 invierte en renta variable el 7,56% de sus activos, y este porcentaje cae a un 6,23% y un 4,53% en el caso de los Fondos Tipo 2 y 1, respectivamente.

c. Selección de Fondos

i. Chile

Al 31 de julio del 2007²², de un total de 8,75 millones de cuentas, es decir, de quienes optan y quienes son asignados, el 40,24% se encuentra en el Fondo B, un 38,3% en el Fondo C, un 12,03% en el Fondo A, un 8,85% en el Fondo D, y un 0,59% en el Fondo E²³.

²⁰ SBS (2003).

²¹ Ver Cuadro N° 4 del Anexo.

²² Ver Cuadro N° 5 del Anexo.

²³ Algunos afiliados han distribuido sus recursos en dos fondos, por lo que la suma del total de cuentas no corresponde al número efectivo de afiliados.



Los afiliados hombres menores de 55 años y mujeres menores de 50 años pueden elegir tener sus ahorros en los Fondos A, B, C, D y E. Los pensionados pueden elegir sólo los Fondos C, D y E. Los afiliados que tengan sobre 55 años de edad y las afiliadas que tengan sobre 50 años de edad pueden acceder al Fondo B, C, D y E²⁴. Sólo los ahorros obligatorios están limitados. Tal es así que un pensionado puede tener ahorro voluntario en el fondo tipo A.

Además, los afiliados pueden distribuir sus cotizaciones obligatorias entre dos Fondos diferentes dentro de la misma AFP, en la proporción que ellos deseen.

Para aquellos afiliados que no ejercen su derecho de elección del Fondo de inversión, la ley preestablece un Fondo que varía según la edad. La regla divide a los afiliados en tres grupos: los hombres y mujeres con menos de 35 años de edad se asignan al Fondo B; los hombres entre 36 y 55 años de edad, y las mujeres entre 36 y 50 años de edad, se asignan al Fondo C; y aquellos que son mayores de 56 años en el caso de los hombres y mayores de 51 años de edad en el caso de las mujeres, se asignan al Fondo D.

Los afiliados pueden transferir sin costo sus saldos entre los Fondos de la misma AFP no más de dos veces en un año calendario, sin importar si se trata de las cotizaciones obligatorias, voluntarias o de depósitos convenidos. En caso de que se traspasen más de dos veces en un año calendario, la AFP puede cobrar una comisión de salida (es una comisión fija por operación, de cargo del afiliado²⁵), la cual no se puede descontar del Fondo de pensiones. Por lo tanto, en caso que se produzca el cobro el afiliado deberá pagar directamente la comisión. Actualmente ninguna administradora cobra esta comisión de salida.

ii. México

Al 31 de julio del 2007, de un total de 37,53 millones de trabajadores, el 62% se encuentra en la SB2, y el 38% en la SB1²⁶.

El actual portafolio preestablecido por default para todos los trabajadores que no ejercen activamente su derecho a elección es la SB2, excepto aquellos afiliados con 56 o más años de edad, que se asignan a la SB1²⁷.

Sin embargo, a partir del 28 de marzo de 2008, con la entrada en vigencia de las SIEFORES Básicas 3, 4 y 5, los ahorros serán depositados en una de las cinco SIEFORES que le corresponda al afiliado según su edad. Así, los afiliados de 56 años y mayores serán asignados a la SB1, los que tienen entre 46 y 55 años a la SB2, los que tienen entre 37 y 45

²⁴ SAFP (2007), página 61.

²⁵ D.L. N° 3.500, artículos 29 y 32.

²⁶ Ver Cuadro N° 5 del Anexo.

²⁷ Rozinka y Tapia (2007), página 35.



años a la SB3, los que tienen entre 27 y 36 años a la SB4, y los de 26 años o menores a la SB5²⁸.

No obstante, los trabajadores tendrán siempre la opción de trasladarse, sin ningún tipo de restricción o costo asociado, a una SIEFORE de un grupo para gente de mayor edad. Cabe señalar que los trabajadores no pueden elegir trasladarse a un Fondo para gente de menor edad.

iii. Perú

El Fondo Tipo 1 es obligatorio para los afiliados mayores a 60 años o aquellos que cuenten con una pensión otorgada bajo la modalidad de Retiro Programado o Renta Temporal, salvo que el afiliado exprese por escrito su decisión de mantener su Fondo en el Tipo 2. En tanto, los Fondos Tipo 2 y 3 pueden ser seleccionados sin restricción por los afiliados menores de 60 años.

Quienes no seleccionan un tipo de Fondo cuando se afilian al sistema de pensiones son asignados de acuerdo a su edad²⁹. La regla dicta que los menores de 60 años de edad se asignan al Fondo Tipo 2, y los mayores de 60 años automáticamente forman parte del Fondo Tipo 1.

Además, los afiliados pueden transferir libremente y sin costo sus saldos, de cotizaciones obligatorias y de ahorro voluntario, entre los tres Fondos, cada tres meses.

No existe información sobre la distribución de afiliados por tipo de Fondo. Al 31 de julio del 2007 el total de afiliados llegaba a 4,01 millones³⁰.

d. Separación de saldos

i. Chile

Los saldos por cotizaciones obligatorias, cotizaciones voluntarias, depósitos convenidos y cuenta de ahorro voluntario pueden distribuirse en distintos Fondos. En el caso de las contribuciones voluntarias no hay ningún tipo de restricción por edad o para los pensionados para la elección de tipo de Fondo³¹.

ii. México

Los saldos de ahorro para el retiro, de cotizaciones obligatorias y voluntarias, sólo pueden permanecer en una de las SIEFORES. Además, los saldos correspondientes a la subcuenta

²⁸ CONSAR (2007).

²⁹ Rozinka y Tapia (2007), página 35.

³⁰ Ver Cuadro N° 5 del Anexo.

³¹ SAFP (2007), página 65.



de vivienda³² no son invertidos por las SIEFORES, pero son administrados por INFONAVIT (Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores).

Un aspecto importante a considerar es que los recursos de aportaciones voluntarias pueden ser invertidos en SIEFORES especializadas en ahorro voluntario que tengan para este fin las administradoras. Cabe hacer mención que las AFORES se encuentran obligadas a crear SIEFORES especializadas en ahorro voluntario sólo cuando llegan a acumular cierta cantidad de recursos en este tipo de ahorro.

iii. Perú

Los saldos por cotizaciones obligatorias pueden mantenerse en uno de los tres Fondos existentes. En tanto, los saldos por cotizaciones voluntarias pueden mantenerse en Fondos adicionales a los mencionados. Cada administradora, con autorización de la SBS, puede decidir qué tipo de portafolio ofrecer para la administración de las cotizaciones voluntarias.

e. Rentabilidad mínima y mecanismos de resguardo

i. Chile

Cada mes las AFP's son responsables de que la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada uno de los Fondos de Pensiones que administran, no sea menor a la que resulte inferior entre:

- a. La rentabilidad real promedio anualizada de los últimos treinta y seis meses de todos los Fondos del mismo tipo, menos cuatro puntos porcentuales para los Fondos A y B, y menos dos puntos porcentuales para los Fondos C, D y E.
- b. La rentabilidad real promedio anualizada de los últimos treinta y seis meses de todos los Fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad³³.

Por ejemplo, si en un mes determinado la rentabilidad real promedio anualizada de los últimos treinta y seis meses de todos los Fondos C es de 3%, en el caso que un Fondo de pensiones de ese tipo tenga una rentabilidad real de los últimos treinta y seis meses inferior a 1%, operan los mecanismos de resguardo de la rentabilidad mínima establecidos en la ley.

³² En el caso mexicano la cuenta individual está formada por 4 subcuentas: (i) Subcuenta de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez; (ii) Subcuenta de vivienda; (iii) Subcuenta de aportaciones voluntarias; (iv) Subcuenta de aportaciones voluntarias de retiro.

³³ SAFF (2007), página 85.



Por otra parte, si la rentabilidad real de los últimos treinta y seis meses promedio de todos los Fondos C es de 10%, en el caso de que un Fondo de pensiones del mismo tipo tenga una rentabilidad real anualizada, para ese período, inferior a 5%, también operan los mecanismos de resguardo de la rentabilidad mínima.

Los mecanismos de resguardo de la rentabilidad mínima son tres. Primero, está la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad, que se forma con los excesos de rentabilidad real anualizada de un Fondo de pensiones, que sobrepase en los últimos treinta y seis meses la rentabilidad real promedio de todos los Fondos del mismo tipo para ese período, en más del

cincuenta por ciento o en más de cuatro puntos porcentuales en el caso de los Fondos Tipo A y B o dos puntos porcentuales para los Fondos Tipo C, D y E, usando la cantidad mayor entre ambas.

En segundo lugar está el Encaje, un activo que equivale a un 1% del valor de cada Fondo de pensiones, enterado con recursos de la AFP y que se invierte en cuotas del respectivo Fondo. Se utiliza para completar la rentabilidad mínima en subsidio de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad.

En tercer lugar, si aplicados los recursos de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad y del Encaje del Fondo respectivo no se entera la rentabilidad mínima y la AFP no dispone el uso de recursos financieros adicionales, el Estado completa la diferencia y procede a liquidar la AFP.

ii. México

No existe ningún mecanismo que garantice una rentabilidad mínima de las inversiones de los Fondos de Pensiones que realizan las AFORES³⁴. Asimismo, tampoco existe un rol subsidiario por parte del Estado como mecanismo de resguardo.

iii. Perú

El año 2005 la garantía de rentabilidad mínima para cada uno de los Fondos administrados por las AFP's, fue reemplazada por un nuevo sistema basado en indicadores de referencia de rentabilidad o "benchmark"³⁵. Además, al igual que en el caso de México, no existe un rol subsidiario por parte del Estado como mecanismo de resguardo.

Es responsabilidad de las AFP's seleccionar los indicadores de referencia de rentabilidad para cada una de las categorías de instrumentos en los que se inviertan los recursos de cada una de las carteras administradas, correspondientes a los Fondos para aportes obligatorios y voluntarios.

³⁴ Rozinka y Tapia (2007), página 9.

³⁵ Rozinka y Tapia (2007), página 9.



En la selección de los indicadores de referencia de rentabilidad, las AFP's deben elegir indicadores que cumplan con representar razonablemente las características de diversificación y los riesgos incluidos en las políticas de inversión para cada tipo de Fondo obligatorio o voluntario, además de representar razonablemente el comportamiento de los mercados en los que se negocian los instrumentos de inversión emitidos por los emisores pertenecientes a cada categoría de instrumentos³⁶.

Así, si la rentabilidad resultante de un determinado tipo de Fondo es inferior a la rentabilidad del benchmark, las AFP's cubren el diferencial con sus recursos propios.

f. Transferencias de instrumentos entre Fondos

i. Chile

A las AFP's se les permite efectuar transferencias directas de instrumentos financieros entre los distintos Fondos, sólo por el equivalente a los traspasos del valor de las cuotas de los afiliados entre Fondos de la misma administradora. El objetivo de esta medida es evitar costos innecesarios en el funcionamiento del sistema de pensiones, dados los mayores movimientos de cartera producto del sistema de multifondos.

A las AFP's también se les permite efectuar transacciones de instrumentos financieros entre los distintos Fondos de una misma administradora, a través de un mercado secundario formal³⁷. Cabe destacar que todos los instrumentos se valoran a precios de mercado.

Además, como consecuencia de los traspasos antes mencionados, las AFP's pueden efectuar transferencias de instrumentos por los traspasos del valor de las cuotas del Encaje de un Fondo a otro³⁸. Las transferencias de títulos entre Fondos de Pensiones de una misma administradora se efectúan conforme al precio de valoración del instrumento que haya determinado la Superintendencia de AFP para ese día.

Tanto cuando se trata de transferencias directas como de transacciones a través del mercado secundario, se establece que la AFP debe informar en forma destacada a la Superintendencia las operaciones que está realizando.

ii. México

Las AFORES no tienen prohibido realizar traspasos directos de instrumentos entre los Fondos de una misma administradora. No obstante, los patrimonios de las SIEFORES son

³⁶ SBS (2005).

³⁷ SAFP (2007), página 65.

³⁸ D.L. N° 3.500, artículo 48.



distintos, por lo que no es posible, per se, el intercambio de instrumentos y valores entre las SIEFORES, ya que las transacciones entre éstas deben hacerse a precios de mercado.

Sólo en casos excepcionales como son la creación de nuevas SIEFORES y previa autorización de las autoridades competentes, se realizan los cortes transversales, distribuyendo la cartera a valor de mercado, de acuerdo a la tenencia que corresponda a los trabajadores que vayan a participar en cada una de las SIEFORES.

Por ejemplo, en enero del año 2005 cuando se crearon obligatoriamente las dos SIEFORES básicas (SB1 y la SB2), la mayor parte de los Fondos y trabajadores quedó en la SB2 y la CONSAR autorizó el traspaso de títulos por el ahorro de los trabajadores mayores de 56 años de edad que pasaron a la SB1.

Cabe hacer mención, que en los procesos de traspasos de cuentas individuales, se traspasa dinero en efectivo, no títulos o valores.

iii. Perú

Sólo están autorizadas las operaciones entre carteras administradas cuando responden a traslados entre Fondos de afiliados en la misma AFP. Según la SBS³⁹ la transferencia de recursos entre los distintos tipos de Fondos de una misma AFP, como consecuencia de los cambios de Fondos, debe hacerse siguiendo lineamientos específicos de los instrumentos

involucrados y la valorización del monto neto a ser transferido, teniendo como principio básico que el importe a transferirse por cada categoría de instrumento debe mantener la misma composición porcentual de los instrumentos de inversión que componen cada una de las categorías del Fondo de origen (criterio de corte transversal).

Además, las AFP's deben informar a la Superintendencia sobre el resultado del proceso de transferencia.

³⁹ SBS (2006).



Anexo Cuadro N° 1

REGULACIONES A LOS MULTIFONDOS			
Tópico	País		
	Chile	México	Perú
Tipos de Fondos	<p>Enero 2000: se obligó a las AFP a ofrecer 2 tipos de fondos. El Fondo 1 (balanceado entre acciones y renta fija), y el Fondo 2 (concentrado en renta fija).</p> <p>Septiembre 2002: se permitió a las AFP a ofrecer 5 tipos de fondos, llamados A, B, C, D y E.</p> <p>Fondos obligatorios para las AFP: B, C, D, y E</p> <p>Fondo voluntario para las AFP: A</p> <p>Límites de Inversión en renta variable: Mínimo: fondo A (80%), B (60%), C (40%), D (20%), E (0%) Máximo: fondo A (40%), B (25%), C (15%), D (5%), E (0%)</p>	<p>Enero 2005: parte el esquema de Multifondos</p> <p>Fondos obligatorios: SIEFORE Básica 1 (SB1), y SIEFORE Básica 2 (SB2)</p> <p>15 Marzo 2008: entran en vigencia SIEFORES Básicas adicionales 3, 4 y 5, voluntarias para las AFORES.</p> <p>-SB1: puede invertir en valores internacionales de deuda permuados, en instrumentos de renta fija nacionales y extranjeros. No invierte en renta variable.</p> <p>-SB2: puede invertir en valores nacionales e internacionales de deuda y renta variable a través de Notas con Capital Protegido al Vencimiento.</p> <p>Límites máximos de Inversión en renta variable: -SB2 (15%), SB3 (20%), SB4 (25%), SB5 (30%).</p> <p>La ley no establece límites mínimos de inversión en renta variable o renta fija.</p>	<p>Diciembre 2005: parte esquema de Multifondos</p> <p>Fondos obligatorios: Fondo Tipo 1 (conservador), Fondo Tipo 2 (Balanceado), Fondo Tipo 3 (de Crecimiento).</p> <p>Límites máximos de Inversión:</p> <p>-Fondo Tipo 1: 10% en renta variable, 10% en instrumentos derivados, 40% en instrumentos de corto plazo, 0% en renta fija</p> <p>-Fondo Tipo 2: 45% en renta variable, 10% en instrumentos derivados, 30% en instrumentos de corto plazo, 75% en renta fija.</p> <p>-Fondo Tipo 3: 80% en renta variable, 20% en instrumentos derivados, 30% en instrumentos de corto plazo, 70% en renta fija.</p> <p>La ley no establece límites mínimos de inversión en renta variable o renta fija.</p>
Selección de Fondos	<p>Hombres <55 años, Mujeres <50 años: pueden elegir entre los fondos A, B, C, D, y E.</p> <p>Hombres >55 años, Mujeres >50 años: pueden elegir entre los fondos B, C, D y E.</p> <p>Pensionados: pueden elegir entre los fondos C, D, y E. Todos los afiliados pueden distribuir sus cotizaciones entre dos fondos diferentes dentro de la misma AFP.</p> <p>Afiliados que no eligen fondo:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Hombres y mujeres <35 años: se asignan al fondo B. 2) Hombres entre 36 y 55 años, y mujeres entre 36 y 50 años: se asignan al fondo C. 3) Hombres >56 años, y mujeres >51 años: se asignan al fondo D. <p>Afiliados pueden transferir sus saldos entre los fondos de la misma AFP gratuitamente no más de dos veces en un año calendario.</p> <p>En caso de que se traspasen más de dos veces en un año calendario, la AFP puede cobrar una comisión de salida fija por operación, la cual no se puede descontar del fondo de pensiones.</p>	<p>Afiliados al sistema: pueden elegir entre la SB1 y la SB2. A partir del 15 de marzo de 2008, podrán elegir, además, entre la SB3, SB4 y SB5.</p> <p>Afiliados que no eligen fondo actualmente se asignan así:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Afiliados <56 años: se asignan a la SB2 2) Afiliados >=56 años: se asignan a la SB1 <p>A partir del 28 de marzo de 2008 esto será diferente:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Afiliados >=56 años: se asignan a la SB1 2) Afiliados entre 46 y 55 años: se asignan a la SB2 3) Afiliados entre 37 y 45 años: se asignan a la SB3 4) Afiliados entre 27 y 36 años: se asignan a la SB4 5) Afiliados <=26 años: se asignan a la SB5 <p>No obstante, los trabajadores tendrán siempre la opción de trasladarse a una SIEFORE de un grupo para gente de mayor edad.</p> <p>A demás, los afiliados pueden transferir sus saldos desde un fondo a otro, dentro de la misma AFORE, sin ningún tipo de restricción o costo asociado.</p>	<p>Afiliados al sistema: pueden elegir entre el Fondo Tipo 1, el Fondo Tipo 2, y el Fondo Tipo 3, para aportes obligatorios.</p> <p>Afiliados >60 años o que tienen pensión en modalidad Retiro Programado o Renta Temporal: deben elegir obligatoriamente el Fondo Tipo 1</p> <p>Afiliados < 60 años: pueden seleccionar sin restricción Fondos Tipo 2 y 3.</p> <p>Afiliados que no eligen fondo:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Afiliados >60 años: se asignan el Fondo Tipo 1 2) Afiliados <60 años: se asignan al Fondo Tipo 2 <p>Afiliados pueden transferir libremente y sin costo sus saldos entre los tres fondos cada tres meses.</p>
Separación de Saldos	<p>Los saldos por cotizaciones obligatorias, cotizaciones voluntarias, depósitos convenidos y cuenta de ahorro voluntario pueden distribuirse en distintos fondos. En el caso de las contribuciones voluntarias no hay ningún tipo de restricción por edad o para los pensionados para la elección de tipo de fondo.</p>	<p>Los saldos de ahorro para el retiro, de cotizaciones obligatorias y voluntarias, sólo pueden permanecer en una de las SIEFORES. Además, los saldos correspondientes a la subcuenta de vivienda no son invertidos por las SIEFORES pero son administrados por INFONAVIT (Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores).</p>	<p>Los saldos por cotizaciones obligatorias pueden mantenerse en uno de los tres fondos existentes. En tanto, los saldos por cotizaciones voluntarias pueden mantenerse en fondos adicionales a los mencionados. Cada administradora, con autorización de la SBS, puede decidir qué tipo de portafolio</p>
Rentabilidad Mínima y Mecanismos de Resguardo	<p>Exigencia de Rentabilidad Mínima</p> <p>Cada mes las AFP's son responsables de que la rentabilidad real anualizada de los últimos treinta y seis meses de cada uno de los fondos de pensiones, no sea menor a la que resulte inferior entre:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) La rentabilidad real promedio anualizada de los últimos treinta y seis meses de todos los fondos del mismo tipo, menos cuatro puntos porcentuales para los fondos A y E, y menos dos puntos porcentuales para los fondos C, D y E. 2) La rentabilidad real promedio anualizada de los últimos treinta y seis meses de todos los fondos del mismo tipo, según corresponda, menos el valor absoluto del cincuenta por ciento de dicha rentabilidad. <p>Mecanismos de Resguardo: son tres</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Reserva de Fluctuación de Rentabilidad: se forma con los excesos de rentabilidad real anualizada de un fondo de pensiones, que sobrepase en los 36 meses la rentabilidad real promedio de todos los fondos del mismo tipo para ese periodo, en más del cincuenta por ciento o en más de cuatro puntos porcentuales en el caso de los Fondos Tipo A y B o dos puntos porcentuales para los Fondos Tipo C, D y E, usando la cantidad mayor entre ambas 2) Encaje: activo que equivale a un 1% del valor de cada fondo de pensiones, enterado con recursos de la AFP y que se invierte en cuotas del respectivo fondo. Se utiliza para completar la rentabilidad mínima en subsidio de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad. 3) Estatal: si aplicados los recursos de la Reserva de Fluctuación de Rentabilidad y del Encaje del fondo respectivo no se entera la rentabilidad mínima y la AFP no dispone el uso de recursos financieros adicionales, el Estado completa la diferencia y procede a liquidar la AFP 	<p>No existe ningún mecanismo que garantice una rentabilidad mínima de las inversiones de los fondos de pensiones que realizan las AFORES. Asimismo, tampoco existe un rol subsidiario por parte del Estado como mecanismo de resguardo.</p>	<p>Año 2005: la garantía de rentabilidad mínima para cada uno de los fondos administrados por las AFP's, fue reemplazada por un nuevo sistema basado en indicadores de referencia de rentabilidad o "benchmark". Además, al igual que en el caso de México, no existe un rol subsidiario por parte del Estado como mecanismo de resguardo.</p> <p>Es responsabilidad de las AFP's seleccionar los indicadores de referencia de rentabilidad para cada una de las categorías de instrumentos en los que se invierten los recursos de cada una de las carteras administradas, correspondientes a los fondos para aportes obligatorios y voluntarios.</p> <p>En la selección de los indicadores de referencia de rentabilidad, las AFP's deben elegir indicadores que cumplan con representar razonablemente las características de diversificación y los riesgos incluidos en las políticas de inversión para cada tipo de fondo obligatorio o voluntario, además de representar razonablemente el comportamiento de los mercados en los que se negocian los instrumentos de inversión emitidos por los emisores pertenecientes a cada categoría de instrumentos.</p> <p>Así, si la rentabilidad resultante de un determinado tipo de fondo es inferior a la rentabilidad del benchmark, las AFP's cubren el diferencial con sus recursos propios.</p>
Transferencias de Instrumentos entre Fondos	<p>A las AFP's se les permite efectuar transferencias directas de instrumentos financieros entre los distintos fondos, sólo por el equivalente a los traspasos del valor de las cuotas de los afiliados entre fondos de la misma administradora.</p> <p>A las AFP's también se les permite efectuar transacciones de instrumentos financieros entre los distintos fondos de una misma administradora, a través de un mercado secundario formal.</p> <p>Como consecuencia de los traspasos antes mencionados, las AFP's pueden efectuar transferencias de instrumentos por los traspasos del valor de las cuotas del Encaje de un fondo a otro.</p>	<p>Las AFORES no tienen prohibido realizar traspasos directos de instrumentos entre los fondos de una misma administradora.</p> <p>En todo caso, la CONSAR tiene la potestad para ordenar una operación de este tipo en casos especiales.</p>	<p>Las AFP's sólo están autorizadas a realizar operaciones entre carteras administradas cuando responden a traslados entre fondos de afiliados en la misma AFP.</p> <p>De hecho, según la SBS la transferencia de recursos entre los distintos tipos de fondos de una misma AFP, como consecuencia de los cambios de fondos, debe hacerse siguiendo lineamientos específicos de los instrumentos involucrados y la valorización del monto neto a ser transferido, teniendo como principio básico que el importe a transferirse por cada categoría de instrumento debe mantener la misma composición porcentual de los instrumentos de inversión que componen cada una de las categorías del fondo de origen (criterio de corte transversal).</p>



Cuadro N° 2

PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES CHILENOS												
DIVERSIFICACION POR INSTRUMENTOS DE INVERSION												
Al 31 de julio de 2007 en millones de dólares (1)												
Tipo de Fondo	A		B		C		D		E		TOTAL	
	MMUS\$	% Fondo	MMUS\$	% Fondo	MMUS\$	% Fondo	MMUS\$	% Fondo	MMUS\$	% Fondo	MMUS\$	% Fondo
Sector Estatal	683,39	2,99%	1378,2	5,84%	5544,4	12,60%	1771,25	17,16%	281,13	21,24%	9658,37	9,46%
Renta Fija	683,39	2,99%	1378,2	5,84%	5544,4	12,60%	1771,25	17,16%	281,13	21,24%	9658,37	9,46%
Instrumentos Emitidos por el Banco Central de Chile	353,95	1,55%	649,47	2,75%	3016,62	6,86%	1003,09	9,72%	109,08	8,24%	5132,21	5,03%
Instrumentos emitidos por Tesorería	176,81	0,77%	259,39	1,10%	998,98	2,27%	245,8	2,38%	24,79	1,87%	1705,77	1,67%
Instrumentos emitidos por el INP y MINVU	152,63	0,67%	469,34	1,99%	1528,8	3,47%	522,36	5,06%	147,26	11,12%	2820,39	2,76%
Sector Empresas	5852,81	25,64%	6514,58	27,59%	13827,53	31,42%	2863,17	27,74%	349,45	26,40%	29407,54	28,80%
Renta Fija	538,68	2,36%	1150,01	4,87%	4158,57	9,45%	1329,19	12,88%	349,45	26,40%	7525,9	7,37%
Bonos y Efectos de Comercio	538,68	2,36%	1150,01	4,87%	4158,57	9,45%	1329,19	12,88%	349,45	26,40%	7525,9	7,37%
Renta Variable	5314,13	23,28%	5364,57	22,72%	9668,96	21,97%	1533,98	14,86%	-----	-----	21881,64	21,43%
Acciones	3979,66	17,43%	4348,21	18,42%	7914,97	17,99%	1262,38	12,23%	-----	-----	17505,22	17,15%
Cuotas de Fondos Mutuos, de Inversión y FICE	1333,11	5,84%	1015,63	4,30%	1753,05	3,98%	271,52	2,63%	-----	-----	4373,31	4,28%
Otros	1,36	0,01%	0,73	0,00%	0,94	0,00%	0,08	0,00%	-----	-----	3,11	0,00%
Sector Financiero	5239,23	22,95%	6392,07	27,07%	12884,17	29,28%	4320,27	41,85%	690,69	52,17%	29526,43	28,92%
Renta Fija	5070,82	22,21%	6185,13	26,20%	12496,15	28,40%	4255,47	41,22%	690,69	52,17%	28698,26	28,11%
Letras Hipotecarias	243,95	1,07%	528,94	2,24%	2109,26	4,79%	758,88	7,35%	243,37	18,38%	3884,4	3,80%
Depósitos a Plazo	4204,47	18,42%	4717,21	19,98%	7237,96	16,45%	2585,49	25,05%	191,15	14,44%	18936,28	18,55%
Bonos de Instituciones Financieras	600,92	2,63%	915,03	3,88%	3115,68	7,08%	909,61	8,81%	256,18	19,35%	5797,42	5,68%
Forwards	21,48	0,09%	23,95	0,10%	33,25	0,08%	1,49	0,01%	-0,01	0,00%	80,16	0,08%
Renta Variable	168,41	0,74%	206,94	0,88%	388,02	0,88%	64,8	0,63%	-----	-----	828,17	0,81%
Acciones de Instituciones Financieras	168,41	0,74%	206,94	0,88%	388,02	0,88%	64,8	0,63%	-----	-----	828,17	0,81%
Sector Extranjero	11049,72	48,40%	9319,1	39,47%	11727,14	26,65%	1344,38	13,02%	2,38	0,18%	33442,72	32,76%
Renta Fija	63,37	0,28%	28,31	0,12%	22,52	0,05%	65,01	0,63%	2,38	0,18%	181,59	0,18%
Instrumentos de Deuda	50,51	0,22%	18,43	0,08%	5,01	0,01%	59,36	0,58%	2,2	0,17%	135,51	0,13%
Forwards	-0,11	0,00%	0,88	0,00%	2,96	0,01%	1,86	0,02%	-----	-----	5,59	0,01%
Otros	12,97	0,06%	9	0,04%	14,55	0,03%	3,79	0,04%	0,18	0,01%	40,49	0,04%
Renta Variable	10986,35	48,12%	9290,79	39,35%	11704,62	26,60%	1279,37	12,39%	-----	-----	33261,13	32,58%
Cuotas de Fondos Mutuos, Acciones y Títulos representativos de índices accionarios	10897,52	47,73%	9230,59	39,09%	11592,93	26,35%	1260,86	12,21%	-----	-----	32981,9	32,31%
Inversión Indirecta en el Extranjero	88,83	0,39%	60,2	0,25%	111,69	0,25%	18,51	0,18%	-----	-----	279,23	0,27%
Activo Disponible (se considera como renta fija)	5,96	0,03%	6,72	0,03%	20,34	0,05%	23,75	0,23%	0,2	0,02%	56,97	0,06%
Total Renta Fija	6362,22	27,87%	8748,37	37,05%	22241,98	50,55%	7444,67	72,12%	1323,85	100,00%	46121,09	45,18%
Total Renta Variable	16468,89	72,13%	14862,3	62,95%	21761,6	49,45%	2878,15	27,88%	0	0,00%	55970,94	54,82%
TOTAL ACTIVOS	22831,11	100,00%	23610,67	100,00%	44003,58	100,00%	10322,82	100,00%	1323,85	100,00%	102092,03	100,00%

Elaboración: FIAP.
Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP).
(1) Según el valor del dólar estadounidense observado el último día hábil del mes de julio de 2007, de \$523,08 por dólar.



Cuadro N° 3

PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES MEXICANOS						
DIVERSIFICACION POR INSTRUMENTOS DE INVERSION						
Al 31 de julio de 2007 en millones de dólares (1)						
Instrumento	Fondo				Total	
	SB1		SB2			
	MMUS\$	% Fondo	MMUS\$	% Fondo	MMUS\$	% Fondo
Sector Estatal	5487,62	73,67%	47469,59	71,90%	52957,21	72,08%
Renta Fija	5487,62	73,67%	47469,59	71,90%	52957,21	72,08%
Bonos	1333,89	17,91%	19476,69	29,50%	20810,58	28,33%
Udibonos	1097,23	14,73%	9875,25	14,96%	10972,48	14,93%
Cetes	468,56	6,29%	5927,93	8,98%	6396,49	8,71%
CBIC	301,13	4,04%	5001,54	7,58%	5302,67	7,22%
Bondes	1251,69	16,80%	2243,14	3,40%	3494,83	4,76%
Bonos de Protección al Ahorro	727,02	9,76%	752,23	1,14%	1479,25	2,01%
PIC	19,28	0,26%	63,47	0,10%	82,75	0,11%
Otros	5,44	0,07%	1858,29	2,81%	1863,73	2,54%
CFE Y PEMEX	187,39	2,52%	1695,78	2,57%	1883,18	2,56%
Municipios	95,99	1,29%	575,27	0,87%	671,25	0,91%
Sector Empresas	1123,98	15,09%	10528,86	15,95%	11652,84	15,86%
Renta Fija	1123,98	15,09%	8200,95	12,42%	9324,93	12,69%
Papel Privado	1123,98	15,09%	8200,95	12,42%	9324,93	12,69%
Depósitos en Banco de México	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Renta Variable	0,00	0,00%	2327,91	3,53%	2327,91	3,17%
Renta Variable	0,00	0,00%	2327,91	3,53%	2327,91	3,17%
Sector Financiero	288,92	3,88%	978,60	1,48%	1267,51	1,73%
Renta Fija	288,92	3,88%	978,60	1,48%	1267,51	1,73%
Reportos	288,92	3,88%	978,60	1,48%	1267,51	1,73%
Renta Variable	0,00	0,00%	0,00	0,00%	0,00	0,00%
Sector Extranjero	548,55	7,36%	7043,26	10,67%	7591,81	10,33%
Renta Fija	548,55	7,36%	3533,36	5,35%	4081,91	5,56%
Renta Variable	0,00	0,00%	3509,91	5,32%	3509,91	4,78%
Total Renta Fija	7449,08	100,00%	60182,49	91,16%	67631,57	92,05%
Total Renta Variable	0,00	0,00%	5837,82	8,84%	5837,82	7,95%
TOTAL	7449,08	100,00%	66020,31	100,00%	73469,39	100,00%

(1) Según el valor del dólar estadounidense observado al cierre de julio de 2007, de MEX\$10,8109 por dólar.
Elaboración: FIAP.
Fuente: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CON SAR).



Cuadro N° 4

PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES PERUANOS								
DIVERSIFICACION POR INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN								
Al 31 de julio de 2007 en millones de dólares (*)								
Instrumento	Fondo Tipo 1		Fondo Tipo 2		Fondo Tipo 3		Total	
	MMUS\$	% Fond	MMUS\$	% Fond	MMUS\$	% Fond	MMUS\$	% Fondo
1. Sector Estatal	289,20	30,70	3810,66	25,41	418,94	10,64	4518,79	22,74
Renta Fija	289,20	30,70	3810,66	25,41	418,94	10,64	4518,79	22,74
Certificados del BCRP	28,02	3,0	372,15	2,5	24,55	0,6	424,72	2,14
Bonos del Gobierno Central	261,18	28,0	3438,51	22,9	394,38	10,0	4094,08	20,60
Bonos Brady	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	0,00
Letras del Tesoro	0,00	-	0,00	-	0,00	-	0,00	0,00
2. Sector Financiero	188,29	19,99	2092,40	14,0	534,83	13,6	2815,52	14,17
Renta Fija	178,03	18,90	981,42	6,55	124,24	3,16	1283,69	6,46
Certificados v Depósitos a Plazo (1)	56,05	5,95	359,27	2,4	89,09	2,3	504,41	2,54
Tit. Deuda Emitido Org. Internacional Local (2)	37,35	3,96	185,37	1,2	9,91	0,3	232,63	1,17
Tit. Deuda Ent. Fin. Exterior - Emi. Local	8,19	0,87	121,84	0,8	12,61	0,3	142,64	0,72
Bonos de Arrendamiento Financiero	7,58	0,81	55,05	0,4	0,29	0,0	62,92	0,32
Bonos Subordinados	23,54	2,50	109,70	0,7	2,40	0,1	135,64	0,68
Otros Bonos Sector Financiero	44,08	4,68	139,73	0,9	9,94	0,3	193,76	0,97
Letras Hipotecarias	0,00	0,00	0,06	0,0	0,00	0,0	0,06	0,00
Bonos Hipotecarios	1,24	0,13	10,38	0,1	0,00	0,0	11,62	0,06
Renta Variable	10,26	1,09	1110,99	7,41	410,58	10,43	1531,83	7,71
Acciones y Valores representativos	9,78	1,04	1108,36	7,4	410,58	10,4	1528,72	7,69
Acciones Preferentes	0,48	0,05	2,62	0,0	0,01	0,0	3,11	0,02
Certificados de Suscripción Preferente	0,00	0,00	0,00	-	0,00	-	0,00	0,00
3. Sector Empresas	379,05	40,24	7462,43	49,77	2508,34	63,72	10349,82	52,08
Renta Fija	230,71	24,49	1525,61	10,17	117,79	2,99	1874,11	9,43
Papeles Comerciales	4,22	0,45	13,68	0,1	1,42	0,0	19,32	0,10
Pagarés No Avalados LP	0,00	0,00	68,37	0,5	0,00	-	68,37	0,34
Bonos de Empresas no Financieras	201,48	21,39	1165,57	7,8	107,67	2,7	1474,72	7,42
Bonos para Nuevos Proyectos	25,01	2,65	278,00	1,9	8,70	0,2	311,71	1,57
Renta Variable	148,33	15,75	5936,82	39,59	2390,56	60,73	8475,71	42,65
Acciones y Valores representativos sobre	69,16	7,34	3091,58	34,0	2296,53	58,3	7457,28	37,33
Certificados de Suscripción Preferente	0,00	0,00	0,00	-	0,00	-	0,00	0,00
Acciones de Capital por Privatización	0,00	0,00	0,00	-	0,00	-	0,00	0,00
Otros instrumentos autorizados (3)	0,00	0,00	0,00	-	0,00	-	0,00	0,00
Fondos de Inversión	18,13	1,92	199,86	1,3	12,07	0,3	230,05	1,16
Sociedades Titulizadoras	61,05	6,48	645,38	4,3	81,96	2,1	788,38	3,97
4. Sector Extranjero	72,57	7,70	1565,28	10,44	358,92	9,12	1996,76	10,05
Renta Fija	29,91	3,18	631,31	4,21	61,49	1,56	722,70	3,64
Títulos de Deuda	10,35	1,10	309,37	2,1	17,28	0,4	337,01	1,70
Bonos del Sistema Financiero	2,69	0,29	139,01	0,9	32,18	0,8	173,88	0,87
Bonos de Agencias	0,00	0,00	67,30	0,4	0,00	-	67,30	0,34
Bonos Corporativos del Exterior	0,00	0,00	9,09	0,1	0,00	-	9,09	0,05
Certificados y Depósitos a Plazo (1) (4)	16,87	1,79	106,54	0,7	12,02	0,3	135,42	0,68
Renta Variable	42,66	4,53	933,97	6,23	297,43	7,56	1274,06	6,41
Acciones y Valores representativos Sector	1,45	0,15	45,89	0,3	66,07	1,7	113,40	0,57
Acciones y Valores representativos Sector	0,00	0,00	0,00	-	2,50	0,1	2,50	0,01
Fondos Mutuos	41,21	4,37	888,08	5,9	228,86	5,8	1158,15	5,83
Total Renta Fija	727,86	77,27	6948,99	46,34	722,45	18,35	8399,30	42,27
Total Renta Variable	201,26	21,36	7981,78	53,23	3098,57	78,71	11281,60	56,77
Operaciones en Tránsito	12,88	1,37	63,46	0,4	115,50	2,9	191,84	0,97
TOTAL	942,00	100,00	14994,23	100,00	3936,52	100,00	19872,75	100,00

(*) Según el valor del dólar estadounidense observado al cierre de julio de 2007, de S/ \$3,161 por dólar.

(1) Incluye cuenta corriente.

(2) Emisión en el mercado local

(3) Corresponden a acciones de Capital Social no listadas en Bolsa

(4) Incluye transferencias para liquidar operaciones en tránsito generadas por inversiones en el exterior.

Elaboración: FIAF.

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).



Cuadro N° 5

Distribución de afiliados (*) y saldos por tipo de fondo según país Al 31 de Julio de 2007									
Fondo	País								
	Chile (1)			México (2)			Perú (3)		
	N° afiliados	% afiliados respecto del total	Saldo Activos MMUS\$	N° afiliados	% afiliados respecto del total	Saldo Activos MMUS\$	N° afiliados	% afiliados respecto del total	Saldo Activos MMUS\$
A	1.052.529	12,03%	22.831,11	-----	-----	-----	-----	-----	-----
B	3.520.753	40,24%	23.610,67	-----	-----	-----	-----	-----	-----
C	3.350.943	38,30%	44.003,58	-----	-----	-----	-----	-----	-----
D	773.958	8,85%	10.322,82	-----	-----	-----	-----	-----	-----
E	51.626	0,59%	1.323,85	-----	-----	-----	-----	-----	-----
SIEFORE Básica 1	-----	-----	-----	14.263.373	38%	7.449,08	-----	-----	-----
SIEFORE Básica 2	-----	-----	-----	23.271.394	62%	66.020,31	-----	-----	-----
Fondo Tipo 1	-----	-----	-----	-----	-----	-----	n.d	-----	942,00
Fondo Tipo 2	-----	-----	-----	-----	-----	-----	n.d	-----	14.994,23
Fondo Tipo 3	-----	-----	-----	-----	-----	-----	n.d	-----	3.936,52
Total	8.749.809	100%	102.092,03	37.534.767	100%	73.469,39	4.011.081	100%	19.872,75

Elaboración: FIAP

(*) Cabe aclarar que se trata del número de cuentas existentes en cada tipo de fondo.

(1) Fuente: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP).

(2) Fuente: Asociación Mexicana de Administradoras de Fondos para el Retiro A.C. (AMAFORE).

(3) Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS).

El saldo de activos se calculó según el valor del dólar estadounidense observado al 31 de julio de 2007. Chile (\$523,08 por dólar), México (Mex\$10,8109 por dólar), Perú (S/3,161 por dólar).

n.d: No disponible



Referencias

- CONSAR: “Boletín de Prensa N° 08/07”(2007).
- Rozinka, E. , W. Tapia: “Survey of Investment Choice by Pension Fund Members”, *OECD Working Paper On Insurance And Private Pensions N° 7* (2007).
- SAFP Chile: “El Sistema Chileno de Pensiones” (2007).
- SAFP Chile : “Texto actualizado del D.L. N° 3.500” (2007).
- SAFP Chile: “Comunicado de Prensa” (31 de julio, 2007). Disponible en Internet: http://www.safp.cl/p4_comunicados/site/asocfile/ASOCFILE0120070810101606.pdf.
- SAFP Chile : “Comunicado de Prensa” (30 de Octubre, 2007). Disponible en Internet: http://www.safp.cl/p4_safp/site/asocfile/ASOCFILE120071030112940.pdf.
- SBS Perú: “Ley N° 27.988” (2003).
- SBS Perú: “Resolución N° 275-2005” (2005).
- SBS Perú: “Oficio Múltiple N° 18151-2006” (2006).
- Tapia, W., J.Yermo: “Implications of Behavioral Economics for Mandatory Individual Account Pension Systems”, *OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions N° 11* (2007).