

Acciones de grupos minoristas con efectos sistémicos

Recomendaciones de traspasos masivos: La piedra en el zapato de los fondos de pensiones chilenos en 2020

Chile cuenta desde 1980 con un régimen de pensiones obligatorio de capitalización individual de contribución definida, administración privada, libre competencia y opciones de elección para el afiliado. Esta libertad de elección se materializa en la existencia de cinco multifondos que permiten al afiliado distribuir su ahorro en función de su edad y perfil de riesgo.

Los traspasos entre multifondos, que han alcanzado máximos históricos durante 2020, implican cambios importantes en el asset allocation de las carteras de fondos de pensiones generando distorsiones en los precios de determinados activos locales, que pueden incluso afectar a la estabilidad financiera del país.

El afiliado a un fondo de pensiones chileno cuenta con 5 posibles opciones de multifondos (desde el Fondo A más riesgoso al fondo E más conservador), con ciertas limitaciones para pensionados y nuevos afiliados, y donde la proporción de renta variable en la cartera es el elemento diferenciador. “La asignación del fondo es por defecto según la edad del afiliado, pero cada afiliado puede seleccionar el fondo de su preferencia si así lo desea en un trámite simple que se puede hacer por vía web (también pueden combinar dos fondos) y que toma solo cuatro días en materializarse. Una vez realizado el cambio de fondo el afiliado puede volver a cambiarse si así lo desea el número de veces que decida”, explica **Julio Riutort profesor de finanzas en la**

Universidad Adolfo Ibáñez (Escuela de Negocios) y experto en la materia. Así, el número de traspasos es ilimitado y tarda solo cuatro días en materializarse, a diferencia de otros países como por ejemplo en Colombia, donde se exige haber estado al menos 6 meses en el fondo elegido antes de solicitar este nuevo traspaso.

Aunque los cinco multifondos están disponibles desde el año 2000, al inicio solo había dos opciones, no fue hasta la crisis financiera de 2008 cuando se empezó a observar una cierta correlación entre los traspasos y el aumento de la volatilidad en los mercados. Sin embargo, para **Rodrigo Gutiérrez, gerente general de la consultora chilena Ciedess** especializada en temas

Desde 2008 se ha podido observar una cierta correlación entre la volatilidad de los mercados financieros y los cambios entre multifondos pero en 2012 se produce un incremento significativo por la aparición de recomendaciones de terceros

“Los cambios masivos y frecuentes de multifondos tienen como resultado una asignación menos óptima para las carteras de inversión, es decir, mayores niveles de caja y menos alternativos”, Francisco Guzmán, AFP Capital

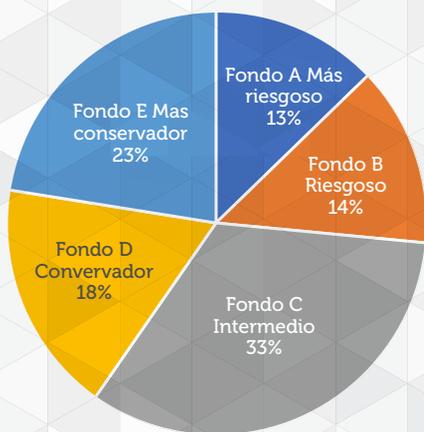
previsionales, la aparición de asesores que recomendaban cambios de fondos, marca un antes y un después, habiendo batido en 2020 récords históricos. “Desde el año 2012 se comienza a observar incrementos en el número de traspasos, vinculados principalmente a recomendaciones de cambios de fondos por parte de terceros, produciéndose movimientos de fondos dentro de la misma AFP más que en traspasos hacia otra entidad. El año 2020 es por lejos el año con la mayor cantidad de traspasos, explicado por sugerencias masivas y la mayor volatilidad de los fondos a partir de marzo de dicho año (pandemia). Se registró un promedio mensual de 911.416 traspasos en 2020, equivalente a un incremento de 335% respecto al año anterior, estando claramente influenciados por los traspasos dentro de la misma AFP (aumento anual de 445% para los traspasos en la misma

AFP y caída anual de -23% en los traspasos hacia otra AFP)”, afirma el experto.

De la misma opinión, es el profesor Riutort quien añade que la volatilidad experimentada en 2020 ha podido favorecer una mayor aceptación de las recomendaciones masivas de cambios de fondos. “Por un lado, están los grandes cambios en los valores de los instrumentos financieros que respaldan las inversiones de las AFPs en el período desde el segundo trimestre de 2019 a la fecha. Hemos visto enormes disminuciones y aumentos de valor de las cuotas de los distintos multifondos, lo que ha llevado a muchos afiliados a prestar mayor atención al valor de sus ahorros. En algunos casos, por ejemplo, en marzo de 2020, las contracciones de los valores de las cuotas de los fondos con más renta variable llegaron a ser hasta un 22% mayores en un mes que las de los fondos con más renta fija (y viceversa en el período posterior) lo que creo ha llevado a una parte importante de los afiliados a considerar la posibilidad de aumentar el retorno de sus ahorros vía market timing. El segundo elemento importante, y que estimo se cataliza por el anterior, es el rol de los asesores financieros que recomiendan cambios de multifondo. Desde hace unos 10 años asesores financieros vienen construyendo una gran base de seguidores de sus recomendaciones de cambio, vía un servicio de suscripción mensual ofrecen a sus clientes recomendaciones de asignación de sus ahorros, en los días posteriores a sus recomendaciones miles de afiliados hacen movimientos en la dirección sugerida”, explica.

Distribución de fondos del sistema de pensiones

Diciembre 2020



Fuente: Superintendencia de pensiones

Límites de inversión de los fondos de pensiones en instrumentos de renta variable

	Máximo	Mínimo
Fondo A Más riesgoso	80%	40%
Fondo B Riesgoso	60%	25%
Fondo C Intermedio	40%	15%
Fondo D Conservador	20%	5%
Fondo E Mas conservador	5%	0%

Fuente: CIEDESS en base a la normativa vigente

Impacto: carteras subinvertidas

El elevado número de traspasos y sus impactos en el monto final de las pensiones y en los mercados financieros es motivo de gran preocupación en la industria. **Francisco Guzmán, gerente de inversiones de AFP Capital** explica a Funds Society cómo se ve desde la primera línea: “Como AFP Capital vemos con preocupación el efecto que esto tiene en la rentabilidad de los afiliados que ha sido alertado públicamente por la superintendencia de Pensiones, quien señaló que, en los últimos seis años por efecto de traspaso de fondos, los afiliados perdieron en promedio un 5,6% de rentabilidad, en comparación con haberse mantenido en el fondo correspondiente. Así

Trasposos de fondos 2014-2020

(1) Cuenta de Capitalización Individual de Cotizaciones Obligatorias. Esta cifra considera todos los trasposos realizados.
(2) Porcentaje corresponde al total de cuentas CCICO traspasadas entre enero 2014 y noviembre 2020.
(3) Valor del fondo a 31 de diciembre de cada año, excepto 2020 (30 de noviembre)
(4) Hasta noviembre 2020.

Año	Nº trasposos CCICO ⁽¹⁾	% de cuentas CCICO Traspasadas ⁽²⁾	Monto traspasado (USD MM)	% traspaso del valor del fondo ⁽³⁾
2014	614.867	3,8%	26.398	15,3%
2015	1.032.083	6,3%	31.355	19,1%
2016	1.171.387	7,2%	34.186	20,2%
2017	840.421	5,2%	30.616	15,4%
2018	1.998.258	12,3%	58.671	28,2%
2019	1.945.258	11,9%	62.799	28,5%
2020 (4)	8.689.885	53,3%	139.250	66,4%
TOTAL	16.292.159	100%		

Fuente: Superintendencia de Pensiones

mismo, el Banco Central también advirtió que los cambios abruptos y masivos también afecta el retorno de afiliados que no están siguiendo estos cambios”.

Los cambios masivos de fondos obligan a los equipos de las AFPs a ajustar sus carteras de inversiones, privilegiando los activos más líquidos y retrasando la toma de decisiones de otros más rentables que ofrecen una prima de liquidez. En definitiva, se produce una bajada de rentabilidad de los fondos que impacta directamente en el monto de la pensión.

En concreto, Guzmán de AFP Capital resume los efectos de la siguiente manera: “Los cambios masivos y frecuentes de multifondos, tienen como resultado una

asignación menos óptima para las carteras de inversión, es decir, mayores niveles de caja y menos alternativos. También tiene mayores costes de transacción y un importante efecto en precios de los activos locales, como la renta fija, acciones y tipos de cambio.”

Así, Gutiérrez de Ciedess recalca como este efecto ha sido especialmente intenso a partir del segundo semestre de 2020. “Los continuos trasposos obligan a un rebalanceo frecuente en la cartera de inversión de los fondos de pensiones, el cual ha sido mucho más intenso desde mediados de 2020”, puntualiza.

En concreto, en el **Informe de Estabilidad Financiera del Segundo Semestre 2020 emitido por el Banco**

“La evidencia muestra que las recomendaciones masivas de asesores previsionales o asesores financieros masivos (infomediarios), pueden implicar conflictos de interés ya que cuando los movimientos son coordinados por una recomendación masiva, se abren espacios de arbitraje”,
Rodrigo Gutiérrez de Ciedess

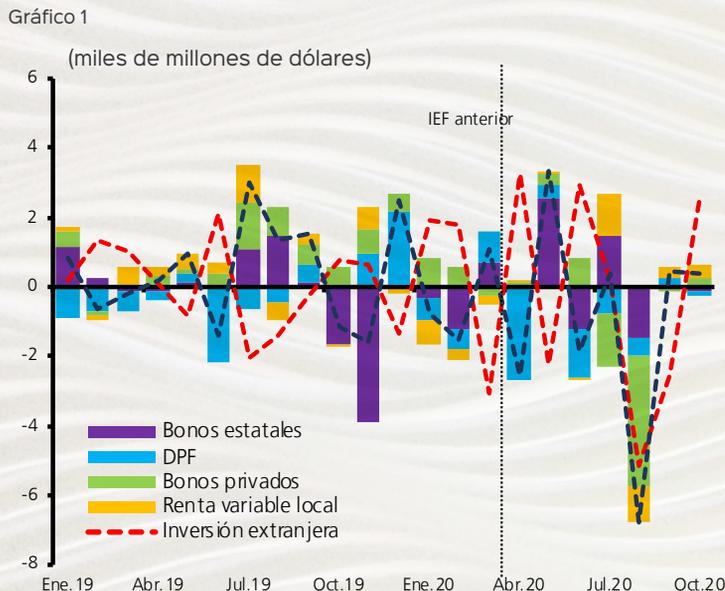


Francisco Guzmán



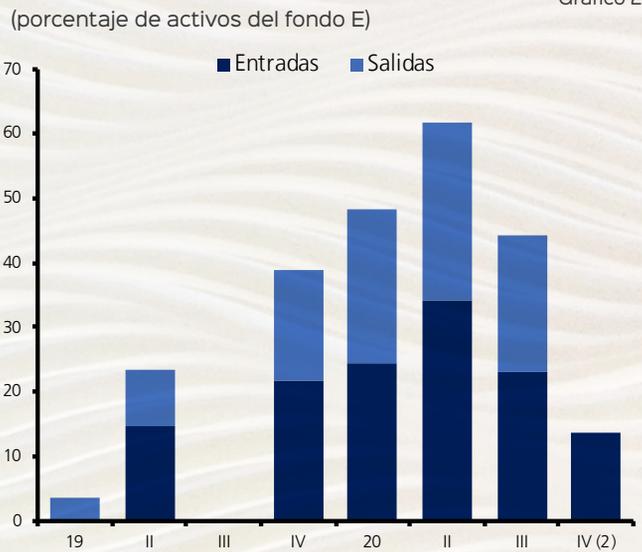
Rodrigo Gutiérrez

Flujos de inversión de los Fondos de Pensiones *



(*) Corresponde a los movimientos netos por instrumento incorpora compras, ventas, rescates, sorteos. No incluye vencimientos derivados, rebates, dividendos y cortes de cupón. Incluye bonos y ADR nacionales transados en el extranjero. Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la SP.

Impacto de recomendaciones de cambios entre multifondos ¹



(1) Cambios acumulados después de 5 días del anuncio, como porcentaje de activos del fondo E del mes anterior. (2) Información al 28 de octubre del 2020. Fuente: Banco Central en base a información de la SP.

Central de Chile se confirma que las carteras de los fondos de pensiones han experimentado importantes ajustes en el segundo semestre del año aunque ha habido otros factores que han influido, como por ejemplo han sido los dos retiros del 10%:

“Desde el último IEF, el portafolio de inversionistas institucionales experimentó un ajuste relevante, donde destacó la liquidación de instrumentos por parte de fondos de pensiones vinculado al retiro de fondos previsionales y a una mayor frecuencia de cambios de fondos producto de recomendaciones de asesores.

Desde agosto, el portafolio de los fondos de pensiones registró ventas netas por cerca de 4.000 millones de dólares en bonos privados, principalmente bancarios. Además, se registraron compras y ventas de activos de renta variable local, alternadamente en distintos meses, las que han alcanzado montos en torno a los 1.000 mi-

llones de dólares. En lo más reciente, se destaca una mayor inversión nacional, mientras que se mantienen las ventas netas en instrumentos extranjeros (gráfico 1).

A su vez, ha aumentado significativamente la frecuencia de las recomendaciones de asesores privados en los últimos meses, muchas veces con reversiones en pocos días, lo que eleva la volatilidad de los precios de algunos instrumentos financieros, es así como en los últimos 12 meses se han registrado cerca de 24 recomendaciones distintas (gráfico 2). Esto ha provocado un comportamiento ocasionalmente pro cíclico de los fondos de pensiones, que exacerban los movimientos de mercado sin un beneficio evidente para los afiliados”, señala el informe.

Otro de los efectos indirectos, son los conflictos de interés que pueden generar estas recomendaciones, al permitir a los asesores tomar decisiones de inversión previas a sus recomendaciones. Gutiérrez, de Ciedess

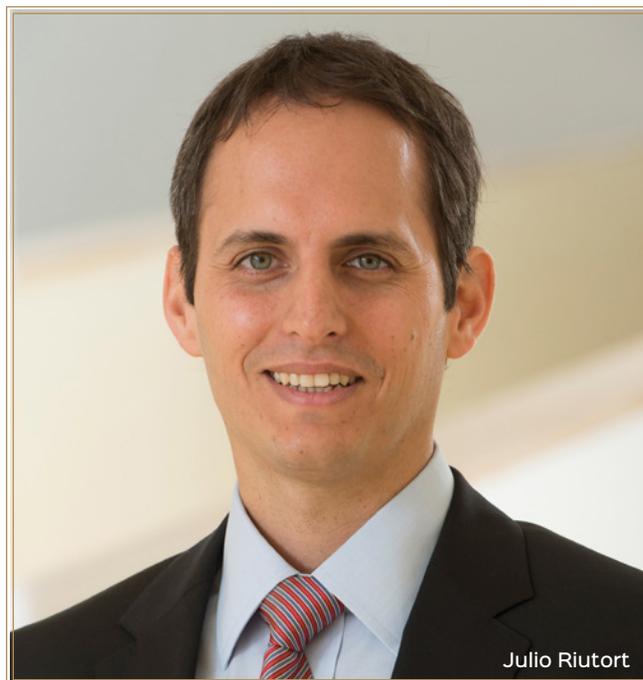
“Estimo que sigue estando presente la posibilidad de influir en el mercado vía un vehículo de asesoría no remunerada, por lo tanto, espero que también se avance en limitar de forma más directa la cantidad de cambios de fondos”, Julio Riutort de la Universidad Adolfo Ibáñez (Escuela de Negocios)

expone el problema de la siguiente manera: “La evidencia muestra que las recomendaciones masivas de asesores previsionales o asesores financieros masivos (infomediarios)¹, pueden implicar conflictos de interés ya que cuando los movimientos son coordinados por una recomendación masiva, se abren espacios de arbitraje para agentes que logren materializar inversiones antes que los afiliados y generar distorsiones sobre la estabilidad financiera. Los continuos rebalanceos en las carteras de inversión de los fondos de pensiones implican que en torno a las fechas de cambio se producen impactos significativos en los precios de los instrumentos locales, generando impacto en la estabilidad de mercados financieros y oportunidades para inversionistas que conocen anticipadamente la dirección del cambio.”

Regulación para intentar parar la tendencia

Ante la gravedad de la situación, el gobierno chileno ha tomado cartas en el asunto y está tramitando una nueva ley que, entre otros, limita el traspaso de fondos, amplía los plazos y acaba de aprobar, a cierre de esta edición, una nueva ley de agentes de mercado que regula y exige garantías adicionales a empresas que asesoran en materia previsional. Esta nueva ley ha provocado el anuncio del cierre de Felices y Forrados (FyF), el infomediario más conocido en Chile.

En este sentido, el profesor Riutort valora de forma positiva la nueva normativa que regula la responsabilidad de agentes de mercado aunque recalca la necesidad



Julio Riutort

de trabajar paralelamente en el proyecto de ley que limita los cambios entre multifondos. “Esta norma aborda importantes vacíos de nuestra regulación que permitían la existencia de organizaciones de potencial alta influencia en el comportamiento de los inversionistas pero que con baja transparencia y responsabilidad. La nueva norma expande la definición de que se entiende por asesoría previsional al incluir las recomendaciones

Gino Lorenzini



INFOMEDIARIOS: FELICES Y FORRADOS (FYF)

El término infomediarios se define, como aquellos que utilizan canales de comunicación masivos para difundir sus recomendaciones y en Chile, Felices y Forrados (FyF) es sin duda el más conocido.

Felices y Forrados fue fundado por el controvertido Gino Lorenzini en 2012 tras la gran crisis financiera y, tras la reciente aprobación de la nueva normativa de agentes de mercado, ha anunciado su cierre para finales del mes de mayo o agosto 2021 a más tardar. Los miembros que se adherían a su plataforma recibían recomendaciones de cambio de fondos por el pago de una módica cantidad mensual. Según el propio Lorenzini contaban con 120.000 seguidores que pagaban una membresía mensual de 2.000 pesos (menos de 3 dólares al mes). FyF tenía un gran número de seguidores en redes sociales: 102.100 seguidores en Twitter, 221.000 suscriptores en Youtube y más de 1 millón de seguidores en su cuenta de Facebook.

Con recomendaciones frecuentes de cambios de fondos en función de las tendencias de mercado, se mostraban convencidos de que se pueden maximizar los retornos haciendo operaciones en el corto plazo. Solo en el año 2020 hicieron 9 recomendaciones de cambio y según el ministerio de Hacienda cada cambio masivo de fondos ha generado flujos cercanos a los 5.000 millones de dólares.

El fundador de FyF creó otro negocio, Happy and Loaded, en 2015 que realiza recomendaciones sobre fondos mutuos y que cuenta con 10.000 usuarios que pagan entre 1.000 y 2.000 pesos al mes (1,5 dólares y 3 dólares).

1. Entendido como aquellos que utilizan canales de comunicación masivos para difundir sus recomendaciones

no personalizadas emitidas de forma remunerada y trata de forma explícita las recomendaciones de cambio entre tipos de fondos de Pensiones. Junto a lo anterior aborda también la responsabilidad, transparencia e idoneidad de los asesores previsionales, prohibiendo el beneficio derivado del impacto en precios de mercado de sus recomendaciones. Estas normas mitigan potenciales conflictos de interés, cuida la integridad del mercado de capitales y protegen a los usuarios de las asesorías.

Sin embargo, dado el gran poder de coordinación de las redes sociales (Reddit y WallStreetBets por ejemplo), estimo que sigue estando presente la posibilidad de influir en el mercado vía un vehículo de asesoría no remunerada, por lo tanto espero que también se avance en limitar de forma más directa la cantidad de cambios de fondos para ayudar a mantener el foco en el largo plazo y reducir el margen para hacer market timing con este ahorro”, declara.

De la misma opinión, es Gutiérrez de Ciedess que añade que la propuesta del gobierno se basa en experiencias de otros países similares. “Creemos que se deben buscar políticas que apunten a regular y supervisar a estas entidades, resguardando la libertad de los afiliados según su perfil de riesgos, junto con resguardar los ahorros de los afiliados y velar por la estabilidad del mercado financiero. Al respecto, la nueva norma de agentes de mercado (NNAM) constituye un avance positivo porque ayuda a clarificar los roles y las responsabilidades de los diferentes sujetos que actúan en materia previsional, entre otros temas que establece la norma, delimitando el tratamiento de situaciones que a la fecha resultaban ambiguas”, declara.

En cuanto al proyecto presentado para el gobierno para limitar el cambio de multifondos, el profesor Riutort opina que esta medida es necesaria para reestablecer el foco de la necesidad de invertir ahorros previsionales en el largo plazo. “A grandes rasgos, me parece que la propuesta del gobierno de limitar el número de cambios en el año, expandir el plazo de ejecución y restringir solo a fondos adyacentes puede contener algunos de los efectos más perniciosos de la gran cantidad y alta frecuencia de cambios masivos y coordinados. Al llevar la selección solo a fondos adyacentes limita la posibilidad de hacer market timing y al limitar el número de cambios y aumentar el plazo de ejecución ayuda a que la administración de los fondos pueda seguir una orientación de largo plazo consistente con el objetivo de ahorro para la pensión, permitiéndole a las administradoras invertir en instrumentos de menor liquidez que hoy tienden a ser subrepresentados. Lamentablemente

¿IMPACTO DE UNA MAYOR DIGITALIZACIÓN?

¿En qué medida una mayor digitalización ha influido en el aumento de los traspasos? La agilización en los trámites y desarrollo de las aplicaciones de las AFPs han jugado en opinión del profesor Riutort, un papel importante en el aumento de los traspasos en los últimos 10 años, aunque no puede decirse que hayan tenido una incidencia significativa en el último año. “Sin duda, hay una correlación en los últimos 10 años entre la mayor facilidad del trámite de cambio y la cantidad de cambios. Pero mi impresión es que esto no explica el enorme aumento de los cambios en el último año, ya que la tecnología no ha variado de forma importante recientemente.”

En esta misma línea, Rodrigo Gutiérrez de Ciedess, afirma que, aunque los canales digitales han adquirido una mayor importancia en el último año “no se han alterado los requisitos y condiciones para efectuar los cambios, sino que se han mantenido los niveles de seguridad y autenticación requeridos para tales procesos, donde lo único que se ha mejorado es la capacidad de los sitios para no colapsar antes los cambios masivos de multifondos”.

Así lo confirma, Francisco Guzmán, de AFP Capital que declara que “el único efecto adicional que ha tenido el aumento de los cambios de fondos, así como los procesos como el retiro de fondos previsionales, y digitalización de servicios a raíz de la pandemia, ha sido que como administradora hemos tenido que reforzar nuestras plataformas para continuar entregando un servicio de excelencia”.

el sistema de multifondos con cambios sin restricciones ha llevado a perder el foco en el ahorro de largo plazo y llevado a una mirada cortoplacista, estos cambios pueden ayudar a restablecer el foco”.

Por último, Guzmán de AFP Capital destaca que la libertad de traspaso hoy ya existe y señala la importancia de que los clientes sean asesorados de manera correcta. “Es importante señalar que la libertad de traspaso hoy ya existe. La iniciativa que actualmente se discute en el Congreso establece que los afiliados podrían cambiarse entre cualquier tipo de fondo solo dos veces al año, o bien, entre fondos adyacentes todas las veces que lo solicite. En este sentido, nos parece una buena medida dado que tenemos la convicción de que el ahorro se constituye en el largo plazo y no cambiándose constantemente, ya que esto último no agrega valor a los clientes y hace que pierdan los rebotes de la rentabilidad. Por lo mismo, es indispensable contar con buenos asesores que consideren tres elementos en su análisis: edad, tamaño del fondo y perfil de riesgo, esto es, cuánta tolerancia a las pérdidas tienen las personas”, concluye. ■

Patricia Julià