

NOTA TÉCNICA N° IDB-TN-3190

Gestión de inversiones en los regímenes de pensiones de los institutos de seguridad social

Ekaterina Cuéllar
Andrés Osorio
Edgar Robles
Waldo Tapia

Banco Interamericano de Desarrollo
División de Protección Social y Mercados Laborales

Septiembre, 2025



Gestión de inversiones en los regímenes de pensiones de los institutos de seguridad social

Ekaterina Cuéllar
Andrés Osorio
Edgar Robles
Waldo Tapia

Banco Interamericano de Desarrollo
División de Protección Social y Mercados Laborales

Septiembre, 2025

**Catalogación en la fuente proporcionada por la
Biblioteca Felipe Herrera del
Banco Interamericano de Desarrollo**

Gestión de inversiones en los regímenes de pensiones de los institutos de seguridad social / Edgar Robles, Waldo Tapia Troncoso, Ekaterina Cuellar, Andrés Osorio.

p. cm. — (Nota técnica del BID ; 3190)

Incluye referencias bibliográficas.

1. Pensions-Latin America. 2. Pensions-Caribbean Area. 3. Pension trusts-Investments-Latin America. 4. Pension trusts-Investments-Caribbean Area. 5. Social security-Finance-Law and legislation-Latin America. 6. Social security-Finance-Law and legislation-Caribbean Area. I. Robles, Edgar, 1969- II. Tapia Troncoso, Waldo Andrés. III. Cuellar, Ekaterina. IV. Osorio, Andrés. V. Banco Interamericano de Desarrollo. División de Protección Social y Mercados. VI. Serie.

IDB-TN-3190

Códigos JEL: H55, G11, G23, G32

Palabras Clave: Pensiones, Institutos de Seguridad Social, Inversiones, Riesgos financieros, Gobierno corporativo, América Latina y el Caribe, Sostenibilidad

<http://www.iadb.org>

Copyright © 2025 Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Esta obra se encuentra sujeta a una licencia Creative Commons CC BY 3.0 IGO (<https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/igo/legalcode>). Se deberá cumplir los términos y condiciones señalados en el enlace URL y otorgar el respectivo reconocimiento al BID.

En alcance a la sección 8 de la licencia indicada, cualquier mediación relacionada con disputas que surjan bajo esta licencia será llevada a cabo de conformidad con el Reglamento de Mediación de la OMPI. Cualquier disputa relacionada con el uso de las obras del BID que no pueda resolverse amistosamente se someterá a arbitraje de conformidad con las reglas de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil (CNUDMI). El uso del nombre del BID para cualquier fin distinto al reconocimiento respectivo y el uso del logotipo del BID, no están autorizados por esta licencia y requieren de un acuerdo de licencia adicional.

Note que el enlace URL incluye términos y condiciones que forman parte integral de esta licencia.

Las opiniones expresadas en esta obra son exclusivamente de los autores y no necesariamente reflejan el punto de vista del BID, de su Directorio Ejecutivo ni de los países que representa.





Gestión de inversiones en los regímenes de pensiones de los institutos de seguridad social

en América Latina y el Caribe

Ekaterina Cuéllar
Andrés Osorio
Edgar Robles
Waldo Tapia

SEPTIEMBRE 2025





Índice

1 Antecedentes	1
2 Los 15 errores en la gestión de inversiones	4
Error 1. Idoneidad de los miembros del Órgano de Dirección	5
Error 2. Deficiencia en los esquemas de toma de decisiones de inversión	5
Error 3. Brechas de eficiencia en el gobierno corporativo de las inversiones	6
Error 4. Definición de responsabilidades incompleta	7
Error 5. Carencia de independencia	8
Error 6. Autorregulación	9
Error 7. Ausencia de procedimientos y capacidad institucional	10
Error 8. Asignación de inversiones con fines sociales distintos a los intereses de los afiliados	10
Error 9. Falta de separación de los fondos de reserva para cada uno de los riesgos y programas que administran los ISS	12
Error 10. Falta de valoración a precios de mercado	13

Error 11. Las normas de inversión promueven una estrategia de inversión excesivamente conservadora y una baja diversificación; entre otros casos, permiten inversiones orientadas a intereses alejados de los objetivos primarios de los fondos de pensiones	14
Error 12. La evaluación de las inversiones se realiza con base en el cumplimiento de aspectos normativos y no sobre la base de riesgos de los instrumentos	15
Error 13. Desajuste o descalce entre activos y pasivos de los fondos de pensiones	16
Error 14. Ausencia de un ente regulador especializado	16
Error 15. Falta de independencia de la Auditoría Interna frente a la Alta Dirección	17
3 Impacto de la gestión sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones	18
4 Riesgos potenciales a los que se enfrentan las inversiones de los Institutos de Seguridad Social (ISS)	21
4.1 Riesgo de inversión	22
4.2 Riesgo de crédito o de emisor	23
4.3 Riesgo cambiario	25
4.4 Riesgo de liquidez	25
4.5 Riesgo de mercado o de precio	27
4.6 Riesgo operacional	27

5	Hacia una gestión eficiente de las inversiones	29
5.1	Estructura recomendada e interacción de comités	33
5.1.1	Integración del Comité de Inversiones	33
5.1.2	Integración del Comité de Riesgos	34
5.1.3	Interacción entre los Comités y la Alta Dirección	34
5.2	Relación de las Áreas de Inversiones, Riesgos y Auditoría, las tres líneas de defensa	39
6	Normas internacionales en materia de inversiones de fondos de pensiones	43
6.1	Ingreso para el retiro meta y principios prudenciales	45
6.2	El estándar de la persona prudente	46
6.3	Política de inversión	46
6.4	Límites de inversión	47
6.5	Valoración de activos	48
	Referencias	49



1 Antecedentes

En la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, los sistemas de pensiones cuentan con Institutos de Seguridad Social (ISS) encargados del pago de beneficios de vejez, invalidez y sobrevivencia, además de la prestación de servicios de salud. Estos sistemas cobijan a la población en general que cotiza a seguridad social (y sus beneficiarios) o a grupos particulares de trabajadores (en este último caso, predominantemente de áreas del sector público).

Es importante mencionar que el fin de los fondos de pensiones es cumplir con el pago de las prestaciones establecidas por ley, para lo cual deben invertir los recursos en el máximo provecho de los afiliados. Este propósito no se debe perder de vista y no debe quedar supeditado a otros objetivos que pueden alcanzarse con los dineros acumulados en los fondos de pensiones. Aparte de este tema vinculado a la sostenibilidad de los fondos de pensiones, otros fines que procuran los sistemas de seguridad social es lograr la más amplia cobertura y cumplir con el pago de beneficios que sean suficientes para enfrentar los gastos durante la etapa laboral pasiva.

Los fondos de pensiones gestionados por los ISS de la región operan mayoritariamente bajo esquemas de reparto, en los cuales las contribuciones de los trabajadores activos financian los beneficios de los pensionados y sus beneficiarios. Aunque estos sistemas pueden ser sostenibles con parámetros adecuados, en la práctica muchos ISS enfrentan presiones financieras crecientes debido a cambios demográficos y a parámetros desactualizados que introducen desequilibrios entre las contribuciones y el pago de beneficios.

En este contexto, las reservas acumuladas suelen ser insuficientes frente a los pasivos adquiridos y funcionan como un mecanismo de apoyo temporal, complementando las contribuciones para financiar beneficios mientras se ajustan las condiciones del sistema o se aprueban reformas que fortalezcan su sostenibilidad,¹ particularmente en un contexto de un acelerado envejecimiento de la población. Estos recursos deben ser invertidos para generar una rentabilidad que permita darles un mayor sostenimiento a los beneficios pensionales otorgados.

Existe un común denominador en la estructura de gobierno corporativo de los ISS de América Latina y el Caribe. Por lo general, los cuerpos colegiados que integran los órganos de dirección (sean estos Juntas Directivas, Consejos de Administración o similares) están conformados por profesionales vinculados al sector salud o a los gremios que representan

1. Los sistemas de reparto enfrentan tres periodos críticos: (1) déficit de cotizaciones frente a beneficios; (2) insuficiencia de ingresos totales para cubrir beneficios; y (3) agotamiento de reservas. A medida que se avanza, disminuyen las opciones de reforma y aumentan los costos fiscales (IOPS, 2018).

(por ejemplo, al sector educativo, sindical, asociación de pensionados, etc.). No obstante, es escasa la presencia de profesionales especializados en pensiones y, menos aún, expertos en la administración de carteras de inversión.

La situación descrita lleva a que estos representantes opten por estrategias que se podrían considerar “ultraconservadoras”, caracterizadas por una alta concentración de las inversiones en bonos gubernamentales o productos de renta fija. Si bien estas decisiones buscan en principio minimizar la volatilidad de los retornos, también responden a la necesidad de los gobiernos de financiar su déficit mediante títulos de deuda pública, dado que los directorios de los ISS suelen ser nombrados por el poder Ejecutivo. En la práctica, esta dinámica genera una falta de diversificación que conlleva un costo importante en términos de rentabilidad sacrificada y expone a los fondos a riesgos específicos, como el descalce de flujos de activos y pasivos.

Por lo general, los ISS de la región tienen la potestad de autorregularse, lo cual se extiende a establecer sus propias normas de inversión. Así, los ISS están sujetos a los órganos superiores de cuentas (por ejemplo, las contralorías generales de carácter nacional), los cuales funcionan en muchos casos como auditorías externas y que exigen el cumplimiento de normas generales que rigen para todas las instituciones públicas de los países. Sin embargo, no existe sujeción a un regulador específico para pensiones que delimite las buenas prácticas de inversión y les dé seguimiento. Esto ha expuesto a los fondos a riesgos que riñen con los intereses de los afiliados.

El objetivo del presente documento es describir los principales errores que cometen los ISS a la hora de decidir cómo invertir los recursos de los fondos de pensiones de conformidad con el mejor interés de los afiliados, y destacar algunas de las mejores prácticas internacionales para gestionar las inversiones de los fondos de pensiones.

A nivel de la región, nos encontramos con 15 errores que cometen los ISS a la hora de invertir los recursos de los fondos de pensiones. Como se indicó, estos errores llevan a asumir riesgos de manera innecesaria que comprometen la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones. En otras palabras, el resultado de estos errores es un alejamiento de la frontera eficiente de inversión, es decir, se obtiene menos rentabilidad para el nivel de riesgo que se asume o se invierte con mayores riesgos para el nivel de rentabilidad alcanzado.



2 Los 15 errores en la gestión de inversiones

Error 1. Idoneidad de los miembros del Órgano de Dirección

El Órgano de Dirección es la máxima autoridad del ISS y es el responsable de definir todas las políticas que rigen el funcionamiento de la institución. Esto incluye las normas de inversión de los fondos de pensiones sujeto al ordenamiento jurídico correspondiente a cada país.

En los ISS resulta común que no se establezcan perfiles técnicos para los miembros del Órgano de Dirección. Es frecuente encontrar requisitos de honorabilidad para los miembros de la Junta Directiva en las diferentes legislaciones que rigen los ISS. Sin embargo, en materia de conocimientos técnicos, algunas veces no se exigen títulos académicos, y más frecuentemente, no se exige experiencia comprobada en las áreas de la administración, finanzas, inversiones, actuarial o manejo de fondos de pensiones. En otros casos, se especifican estos requisitos como idóneos, pero no son facultativos. Estas situaciones constituyen una limitante para la gestión eficiente y profesional de los portafolios de inversión de un fondo de pensiones.

El Órgano de Dirección de un fondo de pensiones es el responsable en última instancia de la gestión de los recursos de los afiliados y pensionados, razón por la cual requieren de conocimientos especializados en temas financieros, actuariales, de inversiones, gestión de riesgos, economía, entre otros, con el fin de tomar las mejores decisiones conforme a su deber fiduciario. Las buenas prácticas de gobierno corporativo establecen que los miembros del Órgano de Dirección deben contar, de forma individual y colectiva, con conocimientos y preparación académica adecuada para gestionar un fondo de pensiones. Así, es ideal que la normativa de los ISS establezca requisitos de idoneidad para los miembros de sus órganos de dirección, al igual que planes de capacitación adecuados y frecuentes.

Error 2. Deficiencia en los esquemas de toma de decisiones de inversión

Desde el punto de vista de gobierno corporativo, la estructura administrativa de los ISS otorga una gran discrecionalidad a la Presidencia Ejecutiva o a la Gerencia General en la asignación de las inversiones del fondo de pensiones. Muchas veces el Presidente Ejecutivo o el Gerente General es parte del Órgano de Dirección y está a cargo de nombrar a

los miembros de comités técnicos, como el Comité de Inversiones y el Comité de Riesgos (el cual en la mayoría de los ISS no existe o no está bien definido).

Además, se encuentra que la Presidencia Ejecutiva o Gerencia General presiden estos comités técnicos y junto con otros miembros del Órgano de Dirección llegan a tener mayoría en las votaciones de los comités. Esta estructura circular expone al fondo de pensiones a riesgos políticos y puede dar origen a conflictos de interés y a asignaciones de inversiones subóptimas que afecten el rendimiento de las reservas, con lo que no se cumplirían con las mejores prácticas internacionales de inversión que buscan un equilibrio entre seguridad y rentabilidad.

El resultado de estas prácticas es que la estructura de toma de decisiones de inversión se desnaturaliza. En lugar de limitarse a aprobar políticas de inversión alineadas con los objetivos de largo plazo y permitir que las decisiones de inversión sean tomadas por las áreas técnicas de inversiones y de riesgos de los ISS (como se explicará más adelante), los Órganos de Dirección terminan escogiendo directamente los instrumentos o trasladando esa función a la Alta Dirección. Esta dinámica se agrava no solo por la falta de pericia financiera de los miembros de los órganos de dirección, sino también porque dichas instancias no cumplen con los requisitos de idoneidad necesarios para la administración de fondos de pensiones, en contravía de los estándares internacionales de gobernanza establecidos por la OCDE y la IOPS (ver IOPS, 2011).

En consecuencia, se adoptan decisiones de inversión subóptimas, caracterizadas en muchos casos por una excesiva concentración en instrumentos públicos, que terminan aumentando la exposición a riesgos financieros adicionales.

Error 3. Brechas de eficiencia en el gobierno corporativo de las inversiones

El Órgano de Dirección no tiene una política de tolerancia al riesgo. El objetivo de un plan de inversiones es buscar una meta de rentabilidad sujeta al establecimiento de parámetros técnicos de riesgo. No obstante, es escasa la definición de la tolerancia al riesgo de la cartera de inversión por parte del Órgano de Dirección. Además, comúnmente, los riesgos ni siquiera se gestionan o se basan en el cumplimiento de parámetros normativos que se verifican mediante listas de chequeo. En otras ocasiones, los miembros del Órgano de Dirección tienen la convicción errada de que invertir exclusivamente en títulos públicos o nacionales los exime de asumir riesgos.

Dada la ausencia de análisis de riesgos, es común encontrar restricciones en los procesos de inversiones, como por ejemplo la prohibición de realizar “*trading*” o ventas anticipadas, y se plantea como propósito mantener todos los activos financieros a vencimiento. Esto es contrario a una administración eficiente del portafolio, pues este tipo de decisiones no puede tomarse *a priori* y refleja una pobre gestión de la cartera de inversiones. En otros casos, se prohíbe adquirir títulos con precio superior al par, lo cual no tiene sentido técnico ni práctico.

Las áreas de inversiones carecen de un software adecuado para gestionar las inversiones. Esta situación no solo les resta capacidad técnica a las áreas de inversión, sino que, además, las expone a riesgos operativos muy considerables e impide una gestión correcta de los riesgos a los que se exponen las inversiones del fondo de pensiones. Es común que la gestión de las inversiones se lleve en hojas de Excel, sin mayores controles y se materialice el riesgo de pérdida de datos históricos de inversiones, pues no existen políticas de respaldo adecuadas. Estos problemas operativos ocasionan que el tiempo se malgaste en la reconstrucción de datos en lugar de dedicarlo al análisis de riesgos y detectar oportunidades de inversión.

En la administración de las inversiones de los fondos de pensiones deben intervenir una serie de actores, cada uno con funciones y responsabilidades específicas. Esta estructura debe establecer los objetivos, la forma y los medios para alcanzarlos, dar seguimiento al cumplimiento y la manera en que se asigna la autoridad y se toman las decisiones con respecto a los fondos administrados. Por lo general, estas relaciones y autoridades se establecen en la Política de Inversión y en el Manual de Riesgo Financiero, pero es recurrente la ausencia de dichos manuales y políticas en los ISS. Si bien los ISS cuentan con Planes Anuales de Inversiones, estos distan mucho de una Política de Inversión para un fondo de pensiones.

Error 4. Definición de responsabilidades incompleta

Los miembros de la Alta Dirección asumen un riesgo personal desproporcionado. Desde el punto de vista de gobierno corporativo, la estructura administrativa de los ISS otorga responsabilidades excesivas al Director General, Presidente Ejecutivo o Gerente General en la asignación de las inversiones del fondo de pensiones.

Como se mencionó más arriba, el proceso de toma de decisiones se encuentra invertido, por lo que las decisiones individuales de inversión terminan siendo resorte del Órgano de Dirección o la Alta Dirección. Al no existir una declaración de apetito de riesgo explícita para el fondo de pensiones, no hay una garantía de que las áreas de inversiones y la Alta Dirección actúen conforme al mandato de la Junta Directiva. Esta declaración de apetito de riesgo se refiere a los límites internos que debe establecer el Órgano de Dirección donde declare los niveles máximos de riesgo que está dispuesto a asumir para cada indicador de riesgo.

Así, la Alta Dirección participa en la redacción de la normativa, incluyendo el Reglamento de Inversiones, luego recibe las recomendaciones del Área de Inversiones (cuyos empleados son sus subordinados) sobre los instrumentos en los cuales debe invertir y, finalmente, toma las decisiones de inversión.

Error 5. Carencia de independencia

Los comités técnicos de inversiones y, cuando existen, los de riesgos carecen de la independencia necesaria para cumplir con el mandato fiduciario de maximizar la seguridad y rentabilidad de los ahorros en beneficio de los afiliados y pensionados. En muchos casos, dependen jerárquicamente de la Gerencia o de la Presidencia Ejecutiva, lo que los subordina a la Alta Dirección, cuando lo correcto es que actúen como comités de apoyo del Órgano de Dirección. Esta falta de independencia genera conflictos de interés, pues los comités pueden terminar validando decisiones influenciadas por prioridades administrativas de corto plazo, en lugar de guiarse por un análisis objetivo y especializado que esté alineado con los intereses de los afiliados y pensionados. Para evitarlo, es fundamental que cuenten con reglas de funcionamiento que aseguren su autonomía técnica y que establezcan un canal de reporte directo al Órgano de Dirección.

Se recomienda crear Comités de Riesgo y de Inversiones independientes que sean cuerpos asesores del Órgano de Dirección y que participen en la definición de la distribución estratégica de las inversiones. Para ello, se deben crear manuales para el Comité de Riesgos y el Comité de Inversiones. La falta de independencia de estos comités técnicos puede generar confusión en cuanto a la delimitación de responsabilidades y autoridades en la toma de decisiones. Por esto, es necesario validar las responsabilidades en estos documentos para evitar duplicidades y delimitar claramente las responsabilidades.

La Alta Dirección cumple un rol relevante en la gestión de los fondos de pensiones, pero sus funciones deben estar claramente delimitadas para evitar injerencias indebidas en las decisiones de inversión. La responsabilidad sobre la definición de políticas y la supervisión estratégica corresponde al Órgano de Dirección, mientras que la selección de activos debe recaer en las áreas técnicas de inversiones y riesgos, apoyadas por los comités especializados. Cuando la Alta Dirección interviene directamente en la toma de decisiones de inversión, se generan conflictos de interés que comprometen la objetividad técnica y pueden derivar en riesgos financieros que afectan los intereses de los afiliados y pensionados.

En los Institutos de Seguridad Social, esto puede traducirse en decisiones orientadas a mostrar resultados de corto plazo que favorecen a la administración, aunque tales decisiones no siempre resulten compatibles con los objetivos de largo plazo de seguridad y rentabilidad que demanda la gestión de los fondos.

Error 6. Autorregulación

Es común observar que las leyes que dieron origen a los ISS en América Latina y el Caribe los dotan de autonomía de gobierno. En palabras simples, la mayoría de los ISS en la región se autorregulan en materia reglamentaria. Sin embargo, de acuerdo con las buenas prácticas internacionales, los reglamentos deben ser aprobados por un órgano independiente, pues la autorregulación puede dar lugar a normas laxas y a conflictos de interés que pueden llevar a amenazar la consecución de los objetivos de un fondo de pensiones (ver OCDE, 2009).

En específico, en materia de inversiones, es recomendable que los Institutos de Seguridad Social se sometan al cumplimiento de una normativa moderna, clara y técnicamente fundamentada, que asegure criterios de diversificación, prudencia y gestión de riesgos. El cumplimiento de dicha normativa debe estar a cargo de una superintendencia de pensiones independiente y técnicamente capacitada, cuya función no es sustituir la responsabilidad de los administradores, sino verificar que los fondos cuenten con políticas, procedimientos y controles adecuados para proteger los intereses de los afiliados y pensionados (IOPS, 2010). En la actualidad, muchos ISS continúan sujetos a la supervisión de entes contralores generales que carecen del conocimiento especializado o de mandatos específicos, lo que refuerza la necesidad de contar con un organismo con competencia técnica en pensiones.

Error 7. Ausencia de procedimientos y capacidad institucional

Las funciones de los comités técnicos y de las áreas de apoyo no están bien definidas. Por ejemplo, las áreas de inversiones y de riesgos (que no siempre existen) no poseen toda la estructura para poder funcionar de forma adecuada. Muchas veces no hay procedimientos establecidos para que las discusiones y análisis de riesgos queden registrados en las actas y, como se verá más adelante, los análisis de riesgos no se realizan y, cuando se hacen, no se guían por la gestión de riesgo, sino por el cumplimiento de normativa que se basa en el chequeo de una lista de características.

En algunos casos, los comités de inversiones asumen funciones que corresponderían a un comité de riesgos y carecen de la independencia y separación funcional que exige una buena estructura de gobierno corporativo. Asimismo, es común encontrar que los comités de inversiones mezclan funciones con las áreas de inversión, lo que implica que la parte estratégica se entrecruce con la operativa, debilitando los mecanismos de control y la adecuada gestión de riesgos. La literatura internacional subraya que la independencia, la transparencia y la rendición de cuentas son principios fundamentales para garantizar un gobierno corporativo sólido en los fondos de pensiones, lo que implica definir con precisión los roles, establecer líneas claras de responsabilidad y evitar conflictos de interés (IOPS, 2011), como se explicará más adelante.

Error 8. Asignación de inversiones con fines sociales distintos a los intereses de los afiliados

Hay que recordar que el principal objetivo de un fondo de pensiones debe ser brindar el pago de beneficios a futuro. Así, resulta inconveniente que leyes y reglamentos de inversiones manden que las áreas técnicas recomienden alternativas de inversión que contribuyan al desarrollo social y de actividades económicas del país y de generación de empleo. Este tipo de restricciones puede implicar invertir en actividades riesgosas y de bajos retornos para los fondos que comprometerán el pago de beneficios a los cotizantes.

Un principio fundamental de la regulación de los fondos de pensiones es que los recursos se administren de manera prudente y en línea con la finalidad esencial del sistema previsional: proteger los intereses de los afiliados y garantizar pensiones adecuadas, suficientes

y sostenibles. De acuerdo con lineamientos de la OCDE y la IOPS, este objetivo implica salvaguardar la seguridad, rentabilidad y liquidez de las inversiones, bajo principios de diversificación, prudencia y gestión integral de riesgos. En los esquemas de beneficio definido, comúnmente administrados por los institutos de seguridad social, ello supone asegurar la solvencia financiera y la sostenibilidad actuarial de los fondos.

En este marco, las inversiones pueden incorporar criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ASG), siempre que contribuyan a fortalecer la gestión de riesgos de largo plazo y a proteger los intereses de afiliados y pensionados. La OECD (2022) subraya que los factores ASG deben ser entendidos como instrumentos para mejorar la calidad de la información, la transparencia y la gestión de riesgos, incluyendo los derivados de la transición climática, y no como un fin en sí mismos. En cualquier circunstancia, el objetivo superior debe ser siempre el de garantizar pensiones adecuadas, mientras que otros fines deben considerarse secundarios a esta finalidad.

De hecho, las inversiones de los fondos de pensiones muchas veces no cumplen con los principios rectores de las inversiones establecidos en los propios reglamentos. Las inversiones no se invierten de acuerdo con un inversor prudente, ni se han realizado a un riesgo razonable y con una rentabilidad que correspondan al riesgo asumido. Existen altos riesgos de concentración, lo cual puede llevar a afectar el flujo de caja futuro de los ISS.

También son numerosos los casos donde una parte de las reservas del fondo de pensiones se dedica de forma directa a préstamos personales y de vivienda, a plazos que sobrepasan las necesidades de liquidez para el pago de beneficios. Estos préstamos se brindan en algunas ocasiones a los empleados de los ISS y en otras a los afiliados y pensionados.

Los préstamos hipotecarios elevan los riesgos en el manejo de un fondo de pensiones. La experiencia de los fondos de pensiones que otorgan este tipo de créditos no ha sido exitosa, en parte porque los administradores carecen de las capacidades que poseen las entidades bancarias especializadas. Adicionalmente, este tipo de esquemas puede generar incentivos perversos, ya que los afiliados podrían percibir que al incumplir con el pago del préstamo únicamente dejan de aportar a su propia cuenta, debilitando la disciplina de pago y aumentando el riesgo moral. Este doble efecto, falta de capacidades institucionales e incentivos inadecuados, hace que la cartera hipotecaria represente un riesgo significativo para la sostenibilidad de los fondos de pensiones.

Es común encontrar tasas de morosidad de préstamos más elevadas entre gestores de pensiones que entre entidades bancarias. Las razones son diversas, pero en mucho tiene que ver el tipo de regulación al que se enfrentan los bancos en materia crediticia y al acceso a centrales de deudores que no están disponibles para los fondos de pensiones.

Además, no siempre existe un reglamento de préstamos para gestionar el riesgo de los créditos hipotecarios. Aparte de los problemas de orden operativo y la incapacidad de competir con la industria bancaria, los gestores de los fondos de pensiones se ven expuestos a la ausencia de procedimientos y limitaciones para ejecutar las garantías de operaciones morosas.

También hay evidencia sólida de casos en que los préstamos se han otorgado con criterios políticos, en contravía de las metas de los fondos y de los intereses de los afiliados. Este riesgo puede mitigarse mediante un reglamento prudencial de inversiones emitido por una autoridad de supervisión especializada e independiente del Instituto de Seguridad Social, con autonomía técnica suficiente para evitar injerencias de la administración del fondo y garantizar que las decisiones se alineen con el mandato fiduciario de proteger los intereses de los afiliados y pensionados.

Los Institutos de Seguridad Social podrán definir sus políticas frente al otorgamiento de préstamos, siempre que estas se ajusten a los lineamientos establecidos en dicho reglamento prudencial de inversiones. Este reglamento debe permitir el acceso a centrales de deudores y establecer procedimientos para la asignación del crédito, pues bajo las condiciones actuales existe un problema de selección adversa, esto es, que el ISS se vea expuesto a recibir deudores rechazados por el sistema bancario por no contar con los requisitos mínimos como, por ejemplo, deudas morosas y baja capacidad de pago.

Además, se debe poner un límite a los gastos administrativos asociados a la administración de la cartera de crédito. El reglamento debe exigir una evaluación de la rentabilidad obtenida, neta de gastos administrativos y provisiones por préstamos incobrables, con el fin de determinar si realmente se está obteniendo una mayor rentabilidad neta de riesgos.

Error 9. Falta de separación de los fondos de reserva para cada uno de los riesgos y programas que administran los ISS

La mayoría de los ISS de la región administran múltiples seguros sociales, siendo los de pensiones y salud los más relevantes en términos de volumen y sostenibilidad financiera. Un error frecuente consiste en no contar con un Órgano de Dirección separado para cada seguro, a pesar de que presentan características y niveles de especialidad muy diferentes. En particular, los seguros de salud suelen operar bajo esquemas de reparto puro, mientras que en muchos países los seguros de pensiones generan un ahorro modesto que se integra a una reserva de inversión.

Dadas estas características, persisten casos en la región en donde todos los dineros se invierten de la misma forma, en una misma reserva y bajo criterios similares. En otros casos, como los fondos de pensiones suelen ser superavitarios financieramente (aunque no actuarialmente), se utiliza al fondo de pensiones como proveedor de liquidez del seguro de salud.

Ocurren casos en donde el seguro de salud le “vende” bonos (que mantiene en sus reservas o que fueron dados por el gobierno como forma de pago de sus cuotas) al seguro de pensiones, hasta casos en donde existen subsidios cruzados, originando riesgos de contagio provocados por crisis financieras en los seguros de salud.

Error 10. Falta de valoración a precios de mercado

La discusión sobre la valoración de los portafolios de los fondos de pensión a precios de mercado es un tema superado en la mayor parte de los países del mundo. La valoración a precios de mercado va más allá de la necesidad de individualizar aportes, acreditar rentabilidades o trasladar activos cuando un afiliado se traspa de una administradora a otra en regímenes de capitalización individual.

Todos los países de América Latina con sistemas de pensiones individuales y mixtos exigen en sus regulaciones la valoración a precios de mercado y son realmente excepcionales los casos en los que no se da, como ocurre con algunos activos muy poco líquidos. De la misma forma, los sistemas de pensiones de los países miembros de la OCDE también exigen la valoración de las inversiones a un valor de mercado o justo.

La ausencia de una valoración a precios de mercado genera una serie de inconvenientes que afectan la rentabilidad de los fondos de pensiones, ya que limita el manejo adecuado de riesgos y fomenta prácticas poco transparentes en la gestión de las carteras de inversión. Este aspecto resulta aún más relevante en el caso de las inversiones inmobiliarias, donde la ausencia de valoraciones periódicas y objetivas puede generar distorsiones significativas en el valor reportado de los activos y en la medición de la rentabilidad.

En algunos países, los ISS valoran sus activos a precios de mercado, pero estas valoraciones no se reflejan en estados financieros, lo cual le resta transparencia al manejo de los fondos. Además, la valoración a precios de mercado es una oportunidad para desarrollar el mercado bursátil, lo cual a su vez coadyuva en la obtención de mejores rentabilidades del mismo fondo de pensiones.

Finalmente, la valoración a precios de mercado por lo general incorpora toda la información referente a los riesgos del activo, lo cual ayuda a gestionar la cartera de inversiones de los fondos de pensiones de mejor manera. El tema crucial es que sin valoración a precios de mercado no es posible analizar adecuadamente los riesgos financieros de una cartera de inversiones, siendo este uno de los elementos centrales del deber fiduciario y de una buena administración de un portafolio de inversiones.

Error 11. Las normas de inversión promueven una estrategia de inversión excesivamente conservadora y una baja diversificación; en otros casos, permiten inversiones orientadas a intereses alejados de los objetivos primarios de los fondos de pensiones

Una estrategia de inversión conservadora suele implicar que se invierte casi exclusivamente en instrumentos financieros emitidos por el gobierno o por instituciones estatales. Sin embargo, ello no elimina los riesgos, pues la concentración en un único emisor expone al fondo a pérdidas potenciales. En particular, la ausencia de diversificación implica que cualquier choque material, de mercado o incluso reputacional, sobre ese único emisor tendría un impacto directo y desproporcionado sobre las reservas, afectando simultáneamente la rentabilidad de la cartera y la capacidad de pago del fondo.

Por lo general, las normas de inversión de los ISS de la región solo permiten la adquisición de un número limitado de instrumentos, donde prevalecen las inversiones en bonos de gobierno y del banco central. Así, las redacciones de los reglamentos limitan la inversión a instrumentos de renta fija, lo cual eleva el riesgo de concentración del portafolio. Por tanto, es recomendable una gestión más dinámica del portafolio para incluir instrumentos de renta variable, especialmente internacionales.

Existe muy poca diversificación de las inversiones de los fondos de pensiones. La estructura de las inversiones termina reflejando el grado de desarrollo del mercado de valores del país dominado por emisiones del sector público, aunque existen instrumentos en el mercado financiero que permitirían una mayor diversificación de la cartera de inversión.

Ello resta la posibilidad de promover la profundización del mercado financiero. La diversificación se ve restringida aún más por límites de inversión impuestos en los reglamentos de inversiones de los ISS y por reglas establecidas por el banco central para invertir solo en moneda local. En general, los fondos de pensiones de los ISS se invierten en tres tipos de instrumentos: títulos emitidos por el gobierno, títulos del banco central y certificados de depósito a plazo (comúnmente emitidos por bancos privados).

Error 12. La evaluación de las inversiones se realiza con base en el cumplimiento de aspectos normativos y no sobre la base de riesgos de los instrumentos

El análisis de los riesgos de los portafolios de inversión de los ISS es muy incipiente en la región. Cuando los riesgos se analizan, lo que se llevan son listados de control de requisitos cuyo cumplimiento se verifica sin cuestionar si con ello se le está dando seguimiento a los riesgos más relevantes a los que se exponen los fondos de pensiones.

En algunas jurisdicciones, este listado de chequeo incluso posee ponderadores arbitrarios para otorgar una calificación global del riesgo, lo cual a todas luces se contrapone con una buena metodología de análisis de riesgos. En otros casos, los tipos de riesgos no se revisan con frecuencia para analizar si estos son los más importantes para los fondos.

Las buenas prácticas en gestión de riesgos exigen la creación de metodologías robustas de análisis de riesgos con instrumentos estadísticos que midan los riesgos de carácter cuantitativo y metodologías que permiten evaluar los riesgos de carácter cualitativo. Además, se establece un ciclo de revisión para destinar los recursos a la gestión de los riesgos que tienen mayor probabilidad de ocurrencia y mayor impacto sobre un fondo de pensiones.

Error 13. Desajuste o descalce entre activos y pasivos de los fondos de pensiones

En muchos casos, no se realiza un calce entre el plazo de las inversiones de los fondos y el pago de beneficios. Esto da origen a un riesgo de liquidez que opera en dos sentidos. En primer lugar, hay inversiones de muy corto plazo en instrumentos del banco central o en certificados de depósito, para las obligaciones que debe pagar el fondo. Esa situación implica un sacrificio en términos de rentabilidad.

En segundo lugar, existen inversiones que vencen mucho tiempo después de las necesidades de fondos para el pago de beneficios. Esta situación puede ser más problemática dada la poca profundidad de los mercados financieros, con mercados secundarios casi inexistentes, lo cual crea problemas para la venta anticipada de un título.

Esta baja profundidad es también resultado de la poca diversificación de los fondos de pensiones y de presiones políticas para que los gestores de estos fondos reciban títulos gubernamentales en condiciones no favorables para el fondo.

Error 14. Ausencia de un ente regulador especializado

Los reguladores de pensiones alrededor del mundo están evolucionando hacia esquemas de supervisión basada en riesgos. En este sentido, los ISS podrían mejorar en la gestión de las inversiones si se sometiera a una supervisión financiera efectiva por parte de un órgano independiente y externo que adopte un cambio hacia este tipo de supervisión.

De ser así, los ISS estarían obligados a definir mapas de riesgos o de calor para dirigir sus esfuerzos hacia aquellas áreas de inversiones y de la administración general de los fondos de pensiones, que tienen riesgos con mayor probabilidad de ocurrencia e impacto sobre los objetivos de los ISS en materia de pensiones.

Además, la supervisión externa e independiente le brinda más transparencia al fondo de pensiones y mejora la credibilidad de la población en general sobre el sistema. Una de las funciones esenciales de un ente regulador especializado no se limita a garantizar el cumplimiento efectivo de las normas, sino que también consiste en promover una cultura de gestión de riesgos, rendición de cuentas y prevención de prácticas inadecuadas. Además, este tipo de autoridad puede colaborar en la formulación de las reformas necesarias en los fondos de pensiones y, en general, en los sistemas de reparto.

Error 15. Falta de independencia de la Auditoría Interna frente a la Alta Dirección

La auditoría interna debe contar con independencia frente a la Alta Dirección para garantizar evaluaciones objetivas sobre todos los procesos críticos del ISS, incluyendo la gestión de inversiones. Para ello, debe disponer de un plan anual de auditoría que oriente su labor y asegurar un canal directo con el Órgano de Dirección o la Junta Directiva. Estas condiciones fortalecen su autonomía institucional y consolidan los mecanismos de supervisión interna, al tiempo que aseguran la trazabilidad de los procesos de auditoría.

La violación de este principio rompería con el esquema conocido como las tres líneas de defensa del control interno en el cual la Alta Dirección conforma la primera línea, los comités técnicos serían una segunda línea y la auditoría interna representaría una tercera línea. Más adelante se insistirá en este esquema de tres líneas de defensa con una representación gráfica para orientar al lector.



3 Impacto de la gestión sobre la rentabilidad de los fondos de pensiones

La medición de la rentabilidad entre fondos de pensiones no es una tarea sencilla y no siempre produce resultados comparables. En el caso de las carteras de inversión de fondos de pensiones de capitalización individual, la metodología seguida es bastante estándar entre jurisdicciones, pues se obtiene al calcular el incremento en el valor cuota del fondo. A pesar de lo anterior, las normas de valoración de los instrumentos bursátiles no son iguales en todos los países, lo que provoca problemas de comparabilidad.

En el caso de los fondos de capitalización colectiva administrados por los ISS, las cifras son aún más difíciles de comparar, pues la práctica arraigada es valorar los instrumentos a costo amortizado. Esto no permite conocer verdaderamente cuál es la rentabilidad que se está obteniendo mediante la inversión de las reservas de los fondos de pensiones. Esto significa que el valor de los títulos valores que mantienen los ISS no reflejan los cambios en valoración generados por riesgos tan cotidianos como el riesgo de mercado.

Tomando estas limitaciones en consideración, el Cuadro 1 realiza un esfuerzo por tratar de comparar la rentabilidad entre distintos fondos de pensiones en la región. La parte clara del cuadro se refiere a la rentabilidad anual real de los fondos de pensiones de capitalización individual. La parte oscura pone como ejemplo las rentabilidades reales reportadas por los fondos de pensiones de los ISS de Guatemala y Panamá.

Las cifras sugieren que la rentabilidad real generada por los fondos de pensiones gestionados por los ISS en estos países es inferior a las observadas en los fondos de capitalización individual. Estos últimos siguen por lo general el andamiaje de gobierno corporativo sugerido en el presente documento y que se basa en la gestión de los portafolios basada en el análisis y manejo de riesgos. Sin estresar mucho esta comparación, hay evidencia para concluir que existen oportunidades de mejora para obtener mayores rendimientos en los fondos de pensiones de los ISS.

Cuadro 1. Rentabilidad de fondos de pensiones seleccionados en América Latina

AÑO	COLOMBIA (1)	COSTA RICA	CHILE (2)	EL SALVADOR	MÉXICO (3)	PANAMÁ
2011	-4,0%	4,1%	-3,8%	-2,1%	-2,8%	0,3%
2012	13,2%	5,0%	4,6%	4,4%	9,7%	1,3%
2013	-2,4%	8,9%	5,2%	1,5%	-1,1%	2,0%
2014	6,9%	2,0%	8,4%	4,4%	4,9%	2,7%
2015	-3,1%	12,4%	2,3%	1,3%	-0,7%	4,2%
2016	3,7%	6,8%	1,9%	4,7%	-0,6%	4,2%
2017	10,4%	4,1%	7,8%	3,4%	2,3%	5,4%
2018	-3,5%	4,1%	-1,0%	3,7%	-4,8%	3,9%
2019	13,1%	4,6%	15,5%	4,2%	12,3%	6,5%
2020	8,2%	8,6%	3,9%	4,7%	10,7%	4,6%
Promedio 5 años	6,4%	5,7%	5,6%	4,1%	4,0%	4,9%
Promedio 10 años	4,2%	6,1%	4,5%	3,0%	3,5%	3,5%

AÑO	PERÚ (4)	REPÚBLICA DOMINICANA	URUGUAY (5)	GUATEMALA	PANAMÁ	
				(IVS)	CSS SEBD	CSS SM
2011	-11,3%	4,4%	-0,3%	2,5%	-1,0%	-0,7%
2012	8,9%	10,0%	9,5%	5,2%	2,3%	2,5%
2013	-2,8%	9,0%	-2,8%	4,4%	0,8%	0,8%
2014	5,5%	10,3%	4,8%	5,5%	1,3%	1,6%
2015	1,2%	8,3%	2,9%	5,2%	3,4%	3,5%
2016	6,5%	8,0%	0,2%	3,9%	2,5%	3,2%
2017	10,4%	6,3%	18,8%	2,1%	3,9%	3,6%
2018	-3,4%	6,5%	-0,5%	5,0%	4,6%	4,1%
2019	10,8%	6,9%	5,0%	3,5%	4,6%	4,2%
2020	8,4%	4,5%	10,1%	1,5%	3,5%	3,1%
Promedio 5 años	6,5%	6,4%	6,7%	3,2%	3,8%	3,6%
Promedio 10 años	3,4%	7,4%	4,8%	3,9%	2,6%	2,6%

(1) Colombia: Corresponde al Fondo Moderado.

(2) Chile: Corresponde al Fondo C (Intermedio).

(3) México: Corresponde a la rentabilidad real promedio ponderada de todos los Multifondos (Siefors Básicas).

(4) Perú: Corresponde al Fondo Tipo 2 (Mixto o Balanceado).

(5) Uruguay: Corresponde al Subfondo de Acumulación.

Fuente: FIAP, AIOS, IGSS, CSS y elaboración.



4 Riesgos potenciales a los que se enfrentan las inversiones de los Institutos de Seguridad Social (ISS)

Esta sección describe en términos generales los principales riesgos a los que se ven expuestas las inversiones de los fondos y se analiza la forma en la que estos riesgos se pueden materializar en las inversiones de los fondos gestionados por los ISS de la región, con sus posibles efectos sobre el sector financiero y de capitales.

Los mercados financieros son una fuente de riesgos, especialmente por su carácter volátil y por la presencia de información asimétrica entre los diferentes participantes. En el caso de un fondo de pensiones que tiene la necesidad de participar como inversionista financiero, se pueden detallar los siguientes riesgos principales.

4.1 Riesgo de inversión

El riesgo de inversión es la categoría más general de los riesgos financieros y es el resultado de fallas en la planificación, administración o control de los riesgos (crédito, cambiario, liquidez, mercado, operativo, entre otros) en la cartera de inversión de un fondo. Estas fallas pueden resultar en rendimientos netos de largo plazo significativamente menores y, por lo tanto, en indicadores de solvencia del fondo más bajos.

Los riesgos de inversión se pueden materializar de diversas formas. Primero, las inversiones de los fondos de pensiones están concentradas en pocos instrumentos, tales como los certificados de depósito a plazo y los bonos emitidos por el Estado o sus empresas. Uno de los principales cambios que se pueden promover para aumentar la rentabilidad de las inversiones es buscar más opciones para programar dichas inversiones a plazos mayores a los ofrecidos por los depósitos a plazo fijo, los cuales se emiten con vencimientos que no son convenientes para un fondo de pensiones. En términos generales, este tipo de instrumentos se utilizan en otros países solo para manejar la liquidez de un fondo en el muy corto plazo.

Segundo, si bien en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe no existen mercados accionarios profundos, los fondos de pensiones podrían encontrar una mayor diversificación entre bonos de deuda (renta fija) y acciones (renta variable), ampliando la posibilidad de invertir en mercados internacionales.

Una forma de controlar el riesgo de inversión sería estableciendo políticas de gobierno corporativo y diseñando comités de riesgos e inversiones con responsabilidades definidas, algunas de ellas fiduciarias para los miembros que lo integren. Además, un procedimiento claro es la obligación de definir a priori una política de inversión que sea consistente con los objetivos del fondo de pensiones y que establezca un presupuesto de riesgo.

Como se ha mencionado, es usual que la Alta Dirección de los ISS asuma una responsabilidad excesiva debido a la posibilidad que tienen para definir la estructura de las inversiones de los fondos. Por lo tanto, se deben crear instancias independientes y separar el proceso de toma de decisiones y la ejecución de las inversiones.

Por ejemplo, el Comité de Inversiones y el Comité de Riesgos deben tener la suficiente independencia para que sus decisiones sean estrictamente técnicas, para lo cual se requieren asegurar cuadros técnicos adecuados de los integrantes de estos comités y permitir la existencia de miembros externos a los ISS en dichos comités. Esto se debe combinar con la creación de los canales de comunicación para que la información fluya de manera eficaz a todos los miembros del Órgano de Dirección.

Se dice que la frontera eficiente de las inversiones se alcanza cuando se optimiza el binomio riesgo–rentabilidad. Ante la materialización del riesgo de inversión, para un presupuesto de riesgo, o sea, un nivel de riesgo deseado, se obtiene una rentabilidad menor de lo que hubiera sido posible con una mejor planificación, gestión o control de los riesgos.

Un ejemplo clásico de la presencia y materialización del riesgo de inversión es cuando un administrador se preocupa por la optimización del retorno de la cartera en el corto plazo, lo cual puede contraponerse con los objetivos de largo plazo del fondo de pensiones. Una concentración excesiva en títulos de renta fija a corto plazo es una característica típica de la presencia del riesgo de inversión. La literatura económica es amplia en demostrar que la renta variable genera mayores retornos en el largo plazo que la renta fija.

No obstante, también está demostrado que la volatilidad del retorno en el corto plazo de la renta variable es mayor que la de la renta fija. Esta preocupación puede llevar a un administrador de cartera con poca experiencia a invertir una porción mayor del portafolio en el corto plazo y en instrumentos de renta fija, en detrimento de los objetivos del fondo. A pesar de ello, una mayor diversificación del portafolio requiere de mayor experticia en el manejo de las inversiones, por lo que estos cambios deben caminar de la mano con una mejora en los cuadros técnicos de las áreas de riesgos e inversión.

4.2 Riesgo de crédito o de emisor

El riesgo de crédito, también llamado riesgo de emisor en el caso de las inversiones de fondos de pensiones que no prestan al menudeo, es la posibilidad de pérdidas financieras derivadas del incumplimiento de una obligación contractual por parte de una contraparte, es decir, de que el emisor de un instrumento financiero no pueda honrar los pagos previamente estipulados. Adicionalmente, incluso sin un incumplimiento efectivo, la sola

percepción de un mayor riesgo de default puede reducir el valor de mercado del instrumento. En el caso de los fondos de pensiones, si se requiere liquidar activos para cubrir el pago de beneficios, esta caída en los precios puede generar pérdidas importantes y comprometer la sostenibilidad financiera del fondo.

El riesgo de crédito se calcula de acuerdo con modelos matemáticos que estiman la probabilidad de incumplimiento o impago. Esta probabilidad se ve afectada por la capacidad del emisor para pagar sus deudas, la cual es una función inversa del tamaño de sus pasivos financieros. En el caso de los gobiernos, el riesgo de crédito soberano depende de qué tan grande es la deuda pública en relación con el tamaño de la economía (PIB) y cuál es la capacidad del gobierno para mantener bajo control las finanzas públicas, ya sea controlando el crecimiento del gasto o mejorando la capacidad para recolectar impuestos.

En los mercados financieros internacionales, los emisores que colocan títulos de deuda pública, incluyendo la deuda soberana, son evaluados por agencias como Moody's, Standard & Poor's y Fitch, que asignan calificaciones de riesgo bajo metodologías estandarizadas. Actualmente, países como Chile (A-), México (BBB-), Panamá (BB+), Perú (BBB) y Uruguay (BBB) cuentan con una calificación soberana de largo plazo dentro del rango de grado de inversión (BBB- o superior).

En contraste, otros países de la región como Brasil (BB), Colombia (BB+), Costa Rica (BB), El Salvador (B-), Guatemala (BB), Honduras (BB-), Paraguay (BB+) y República Dominicana (BB-) presentan un riesgo soberano clasificado como especulativo. Ecuador, por su parte, se encuentra en un nivel de alto riesgo especulativo, con una calificación de CCC+ otorgada por Fitch. Esto significa que este último grupo de países es más riesgoso, pues la probabilidad de impago es mayor y en consecuencia el inversionista exigirá un mayor retorno por invertir en bonos de estos gobiernos. En el Caribe anglófono, Jamaica (BB-) se ubica en grado especulativo, Barbados (B+) se mantiene en una categoría especulativa media y Trinidad y Tobago (BBB-) alcanza el límite inferior del grado de inversión.²

En el caso de las inversiones de los fondos de pensiones de los ISS en América Latina y el Caribe, la mayoría están invertidos en títulos emitidos por el gobierno o el Estado. Esto significa que la estrategia que muchas veces se llama conservadora no lo es tanto en términos de riesgo (en el caso de los países cuya deuda está clasificada como una inversión especulativa), pues el fondo está asumiendo un riesgo de crédito alto, en comparación con otras inversiones de emisores más seguras y diversificadas. A pesar de ello, también se está obteniendo una rentabilidad muy modesta en estas inversiones, lo cual afecta la consecución de los objetivos del fondo.

2. Las calificaciones crediticias corresponden a las vigentes al año 2025.

En la mayoría de los casos, las inversiones de los fondos de los ISS se realizan sin definir un apetito o presupuesto de riesgo por parte del Órgano de Dirección, por lo que deben desarrollarse métricas de riesgo más robustas. Además, se debe favorecer una mayor diversificación de las inversiones para promover el desarrollo del mercado financiero.

4.3 Riesgo cambiario

El riesgo cambiario es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras debido al cambio en el valor de una inversión producto de variaciones en los tipos de cambio. El riesgo cambiario en un portafolio de inversión se mide en función de los pasivos del fondo.

Por lo general, en los fondos de pensiones de primer pilar o de capitalización colectiva, la totalidad de los pasivos está representada en moneda local. Sin embargo, en principio, no es necesariamente desventajoso para un fondo de pensiones de primer pilar invertir en moneda extranjera, pues un gestor de cartera puede elegir exponer una porción del portafolio al riesgo cambiario. No obstante, estas decisiones tienen que ser tomadas de acuerdo con una política de inversión estructurada, conocida y aprobada por los directivos del fondo y sus participantes.

Un motivo para que los ISS decidan invertir en el extranjero es la ausencia de títulos de deuda a tasas de interés variable en el mercado relevante. Como los pasivos de los fondos de pensiones están por lo general indexados a la inflación, el gestor de cartera le interesa tener bonos a tasa variable para manejar el riesgo de mercado. Así, las inversiones internacionales pueden funcionar para una cobertura de tasas de interés, mediante derivados financieros que cumplan esa función, los cuales no existen en los mercados locales. En el caso de países que invierten una porción importante de los fondos de pensiones en el exterior, por lo general, esta inversión va acompañada del desarrollo de coberturas con el fin de controlar el riesgo cambiario cuando estas inversiones se realizan en otras monedas distintas a la local.

4.4 Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez es el derivado de la imposibilidad de vender o comprar un activo con la suficiente rapidez para evitar o minimizar una pérdida. Por un lado, se asocia a la incapacidad de convertir los títulos de inversión en efectivo en el corto plazo y sin pérdidas relevantes, con el fin de responder a eventuales necesidades de flujo de caja.

También aplica para la venta de activos no tradicionales, como propiedades de bienes raíces, ante la escasez de compradores para hacer líquida la inversión. Por otro lado, se refiere a la incapacidad de adquirir títulos a los plazos deseados por el inversionista, lo que lo obliga a mantener el dinero en efectivo y a adquirir títulos a plazos indeseados, aumentando el riesgo de la cartera de inversiones y obteniendo una rentabilidad menor a la deseada.

En el caso de las carteras de inversión de los ISS, el riesgo de liquidez se manifiesta cuando existe un descalce entre los activos y los pasivos del fondo, lo cual puede ocurrir en dos sentidos. Primero, en contextos de programas que requieren liquidez porque los pagos de beneficios son mayores a los ingresos por aportaciones, como ocurrirá en los fondos de pensiones de varios países si no se realizan ajustes paramétricos pronto. Segundo, cuando el programa es superavitario en virtud de que los ingresos por aportaciones son mayores a los pagos de beneficios.

En el primero de estos casos, el riesgo de liquidez consiste en mantener inversiones a largo plazo cuando se requiere liquidez en el corto plazo para pagar beneficios, lo que va a obligar a los administradores a acudir al mercado a vender esas posiciones. En el segundo de los casos, el riesgo de liquidez consiste en tener que acudir con mayor frecuencia al mercado de valores a comprar títulos de corto plazo o mantener el dinero en efectivo, cuando sus obligaciones netas van a ocurrir en el largo plazo.

En otros sectores de la industria financiera, el riesgo de liquidez tiene mayor relevancia que en pensiones y salud, pues puede evolucionar hacia un riesgo reputacional o pérdida de confianza en una entidad financiera y ocasionar una corrida bancaria o del sector de valores. En el caso de los programas de seguridad social, no existen corridas por la característica obligatoria de pertenencia al programa, aunque sí puede fomentar la informalidad laboral. Es así como el mayor efecto de la materialización del riesgo de liquidez es sobre la rentabilidad del fondo y eventualmente su solvencia actuarial.

El riesgo de liquidez es uno de los principales riesgos de las carteras de inversiones de los ISS, pues ante la necesidad de efectivo para el pago de beneficios, podría resultar difícil conseguir compradores a los precios adecuados, más considerando el hecho de que los mercados bursátiles son muy poco profundos y es difícil liquidar títulos en el mercado secundario por la escasa liquidez que este mercado provee.

4.5 Riesgo de mercado o de precio

El riesgo de mercado es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras debido a la variación en el precio de un activo como consecuencia de factores que afectan el rendimiento global de los mercados financieros. Este es uno de los riesgos más estudiados e importantes a la hora de administrar una cartera de inversiones.³

Dicho riesgo de mercado es muy relevante en las inversiones de los ISS, en virtud de que por lo general la totalidad de las inversiones son en títulos de renta fija y a una tasa fija. Además, usualmente las inversiones de los ISS no se valoran a precio de mercado, a pesar de que el valor de estos títulos se ve afectado por el movimiento de las tasas de interés en el mercado, bajo la justificación poco técnica de que existe una política establecida para mantener las inversiones a vencimiento. Este tipo de políticas es inconveniente desde el punto de vista de manejo de riesgos en un fondo de inversiones y tiene su efecto negativo sobre la rentabilidad de la cartera.

4.6 Riesgo operacional

El riesgo operativo u operacional es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras originadas por fallas o deficiencias relacionadas con los procesos, personas, tecnologías de información, controles internos o eventos externos. Esta categoría de riesgo es la más reciente en ser reconocida como relevante en los procesos de inversión y ha recibido una gran atención luego de la crisis financiera mundial del 2008.

Para las inversiones de los fondos de los ISS, la gestión del riesgo operativo involucra el diseño de procedimientos de trabajo, la forma en que se estructura el Comité de Riesgos y el Comité de Inversiones, y la definición de la Política de Inversión. Sin embargo, el riesgo operativo abarca aspectos más amplios como el fraude y la corrupción, presentes a lo largo de toda la administración de los fondos. La identificación cotidiana de estos riesgos corresponde a los administradores en su labor diaria, en la medida en que constituyen la primera línea de defensa, mediante el establecimiento de controles adecuados. A su vez, la segunda y tercera líneas de defensa, incluyendo las áreas de riesgos, la auditoría

3. El precio de un activo financiero de renta fija varía de forma inversa con la tasa de interés de mercado. La tasa de interés cambia de acuerdo con la oferta y demanda de fondos prestables, las cuales se ven condicionadas por la situación macroeconómica del país. En el caso de activos de renta variable, como acciones o participaciones en fondos mutuos, el precio varía de conformidad con la evolución de las ganancias o rentabilidades de los instrumentos subyacentes, o sea, las utilidades en el caso de las empresas, o los valores o actividades que respaldan los fondos mutuos.

interna y la auditoría externa, cumplen un rol complementario y esencial al evaluar de manera independiente la efectividad de dichos controles y asegurar la integridad en la gestión de los fondos de pensiones.

Lo anterior implica que el manejo del riesgo operacional es específico a cada institución y solamente los administradores, en el trabajo del día a día, podrán identificar y dar seguimiento a esos riesgos mediante el establecimiento de controles.

La gobernanza corporativa de los ISS puede fortalecerse para reducir los riesgos asociados a las inversiones. Una mejora clave es la asignación clara de responsabilidades sobre las decisiones de inversión, de manera que se adopten los principios básicos del inversor prudente. En la práctica, estas decisiones suelen estar concentradas en la Alta Dirección, sin una adecuada delegación hacia comités técnicos de inversiones y de riesgos independientes. Estos comités deberían contar con un mandato o política de inversión que respete la labor de los equipos técnicos y establezca presupuestos de riesgo definidos.

Actualmente existe una excesiva discrecionalidad en la definición de la estructura de inversiones y no se aplican políticas modernas de límites de inversión ni metodologías consistentes de valoración de riesgos. Por lo tanto, es necesario crear una estructura de gobierno corporativo en la que los comités técnicos y órganos de supervisión aporten la especialización y el contrapeso necesarios para que las decisiones de inversión sigan los principios del inversor prudente.

Además, puede resultar conveniente invertir en el desarrollo de plataformas tecnológicas que permitan automatizar procesos dentro de los ISS con el fin de limitar los errores de carácter operativo vinculados a las labores manuales. El diseño de plataformas tecnológicas también permite desarrollar mejores modelos de medición de riesgos vinculadas a las inversiones de los fondos de pensiones y permite tomar decisiones más informadas y de manera más expedita.



5 Hacia una gestión eficiente de las inversiones

La gestión de las inversiones de los fondos de pensiones requiere de la definición de dos estructuras independientes entre sí: una estructura de toma de decisiones y una estructura operativa, así como las líneas de comunicación entre ellas, como se muestra en la Figura 1. En la estructura de toma de decisiones deben participar el Órgano de Dirección o Junta Directiva, un Comité de Riesgos, un Comité de Inversiones y la Alta Dirección o Gerencia General. En la estructura operativa deben intervenir tres áreas independientes: el Área de Inversiones (*Front Office*), el Área de Riesgos (*Middle Office*) y el Área de Registro y Liquidación (*Back Office*).

Figura 1. Estructura de toma de decisiones y estructura operativa ideales de un fondo de pensiones



Fuente: Elaboración propia.

El Órgano de Dirección (Junta Directiva) debe aprobar una Política de Inversiones y una Política de Riesgos que sirva de marco de referencia para la gestión de las inversiones. La Política de Inversiones debe contener, entre otros aspectos, los mercados autorizados, requisitos de los valores y emisores, tipos de valores e instrumentos permitidos en la gestión de los fondos y los límites de inversión autorizados por sector, instrumento y emisor, los cuales determinan el marco de acción para un área de inversiones.

Este marco de acción constituye los límites externos, es decir, los límites establecidos con base en la regulación externa emitida por la Ley y en las normas emitidas por el ISS en sus reglamentos de inversiones.

La Figura 1 identifica a la Alta Dirección (Gerencia General) como un integrante importante de la estructura de toma de decisiones en la gestión de los fondos de pensiones. Sin embargo, se deben delimitar mejor sus responsabilidades. Entre las responsabilidades más relevantes de la Alta Dirección deben estar:

- Gestionar las actividades de la entidad de forma coherente con el apetito de riesgo y las políticas aprobadas por el Órgano de Dirección.
- Implementar la gestión de riesgos del fondo de pensiones.
- Proporcionar al Órgano de Dirección la información necesaria para el cumplimiento de sus funciones.
- Aprobar los controles necesarios para que las decisiones de inversión se tomen y ejecuten conforme las políticas aprobadas por el Órgano de Dirección, así como para la gestión de los riesgos del fondo (financiero y operativo).
- Establecer y aplicar procedimientos para prevenir, identificar e informar al Órgano de Dirección sobre irregularidades en la generación de información financiera o actividades fraudulentas.
- Asegurar la contratación de personal con las competencias, cualidades morales, independencia y conocimientos adecuados.
- Asegurar la implementación de sistemas de información adecuados.

En relación con la operativa de las inversiones, se deben definir tres áreas diferenciadas e independientes entre sí: Área de Inversiones (*Front Office*), Área de Operaciones (*Back Office*) y Área de Riesgo (*Middle Office*). Esta separación funcional cumple con el principio de independencia requerido en la administración de las inversiones del fondo. El Área de Inversiones es responsable de seleccionar los títulos en los que se invertirán los recursos, sujetos a las políticas aprobadas por el Órgano de Dirección y las leyes vigentes. El Área de Riesgo, por su parte, debe tener un rol claramente delimitado en la administración de inversiones, proporcionando una evaluación independiente de la exposición a riesgos y asegurando su adecuada visibilidad dentro del gobierno corporativo del fondo de pensiones. Si bien todas estas áreas reportan jerárquicamente a la Alta Gerencia, la independencia hace referencia a la separación de funciones entre las áreas, la implementación de controles cruzados y ausencia de conflictos de interés en el proceso de inversión.

En materia de gobierno corporativo se deben incluir elementos incorporados en los principios emitidos por los organismos internacionales, como lo establecido por la OCDE (2009) en las guías específicas para la gobernanza de los fondos de pensiones. Estas directrices incluyen:

- Definición de las funciones y responsabilidades del Órgano de Dirección (Junta Directiva).
- Definición de las funciones y responsabilidades de la Alta Gerencia (Gerencia General).
- Definición y estructura de la gestión integral de riesgos, compuesta por el Órgano de Dirección, la Alta Gerencia, el Comité de Riesgos y un Área de Riesgos, cada una con una integración independiente de las otras, y con una asignación de funciones y responsabilidades.
- Delimitación de las funciones de la auditoría interna y externa.
- Establecimiento de los principios de rendición de cuentas y transparencia.
- Definición de un código de conducta y de conflicto de intereses.
- Establecimiento de políticas para la comunicación y atención de afiliados y pensionados.

Además, en materia de inversiones, la estructura de gobierno debe definir que las responsabilidades fluyen desde el Órgano de Dirección hacia los Comités de Riesgos y de Inversiones, y hasta el Área de Negociación, el Área de Riesgos y el Área de Registro y Liquidación. A lo largo de esta asignación de responsabilidades, los roles no deben traslaparse, sino que cada instancia debe ser independiente de las otras.

El Comité de Riesgos tiene entre sus funciones controlar y monitorear los riesgos, así como definir el perfil de riesgo del fondo de pensiones. En seguros sociales es una buena práctica internacional contar con un Comité de Riesgos específico para el fondo de pensiones, ya que, por su naturaleza distinta a un seguro de salud, requiere de funciones específicas de medición y control de riesgos. Asimismo, en la medida en que se incorporen nuevos instrumentos de inversión en la cartera, se requerirá una mayor frecuencia de reuniones de este comité, así como de competencias diferenciadas, con el fin de revisar las metodologías propuestas por el Área de Riesgos para valorar los nuevos instrumentos, dar seguimiento a su aplicación y aprobar los nuevos emisores sugeridos por el Área de Inversiones, así como para recomendar al Órgano de Dirección los niveles de apetito, tolerancia y capacidad de riesgo para cada riesgo financiero inherente a los fondos de pensiones.

El Área de Riesgos es responsable de proponer al Comité de Riesgos las políticas, procedimientos y sistemas para la administración integral de riesgos. Esto debe incluir niveles de tolerancia, metodologías, herramientas, modelos, límites prudenciales y otros mecanismos de control de la exposición por tipo de riesgo del fondo de pensiones. Además, se debe contar con un Manual de Riesgos que establezca metodologías para la valoración, por ejemplo, del riesgo de solvencia, VaR paramétrico, relación riesgo/retorno, niveles de concentración, riesgo crediticio, riesgo de contraparte, Net Asset Value, análisis de escenarios, fijación de límites de apetito, tolerancia y capacidad de riesgo, riesgo de liquidez y calce de plazos, entre otros. Como se mencionó anteriormente, es común encontrar en los ISS que no se hayan definido los niveles de apetito, tolerancia y capacidad para los riesgos asumidos por el fondo, por medio de una declaración de apetito de riesgo.

5.1 Estructura recomendada e interacción de comités

5.1.1 Integración del Comité de Inversiones

Se debe conformar un Comité de Inversiones, nombrado por el Órgano de Dirección, que cuente con directores independientes, lo cual constituye una buena práctica de gobierno en la gestión de las inversiones. También se recomienda que este Comité cuente con un miembro externo, no vinculado con el quehacer del ISS, por medio de relación laboral o prestación de otros servicios a la institución, con el fin de dar una mayor visión independiente a las decisiones de inversión.

Además, no deben participar con voto en el Comité de Inversiones personas relacionadas con la ejecución de la Política de Inversiones, con la función de cumplimiento y quienes pertenezcan al Área de Riesgos, con el fin de evitar posibles conflictos de intereses. En este sentido, es recomendable que el encargado del Área de Inversiones participe como miembro con voz, pero sin voto.

Los miembros del Comité de Inversiones deben tener amplia experiencia y conocimiento en materia económica, financiera y bursátil. Si el fondo invierte en mercados extranjeros, al menos uno de ellos debe contar con experiencia o conocimiento en esos mercados, lo cual debe quedar debidamente acreditado y documentado.

5.1.2 Integración del Comité de Riesgos

Es una buena práctica internacional que exista un Comité de Riesgos específico para el fondo de pensiones, designado por el Órgano de Dirección del ISS. Al igual que el Comité de Inversiones, este debe incluir al menos un miembro externo independiente, sin vínculos laborales ni contractuales con el ISS. Ningún miembro del Comité de Inversiones debe ser miembro del Comité de Riesgos, lo que significa que no deben participar con voto en este último quienes tengan voto en el Comité de Inversiones, ni las personas relacionadas con la ejecución de la Política de Inversiones o con la valoración de riesgos del fondo. Estos últimos pueden participar con voz, pero sin voto. La presencia de miembros externos en ambos comités fortalece la independencia y objetividad de las decisiones, evitando conflictos de interés y garantizando que la Alta Dirección no interfiera en la toma de decisiones técnicas.

Los miembros que conformen el Comité de Riesgos deben contar con una formación y experiencia demostrable en materia económica, financiera, riesgos, contable, legal, bursátil o pensiones, de manera que colectivamente posean un balance de habilidades, competencias y conocimientos que les permita realizar el análisis de los riesgos financieros y operativos de los fondos administrados. El Órgano de Dirección del ISS debe comprobar el cumplimiento de los requisitos de los miembros del Comité y del Área de Riesgos, y mantener las evidencias respectivas.

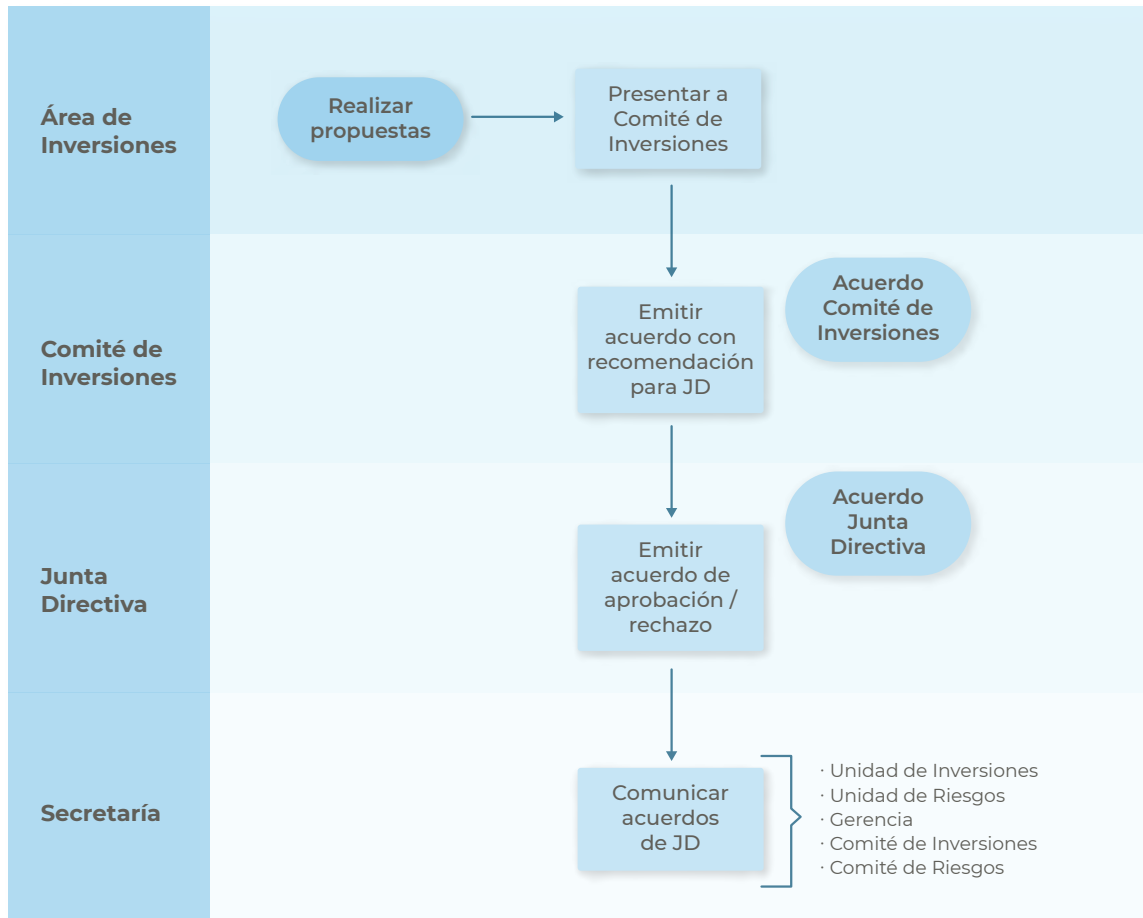
5.1.3 Interacción entre los Comités y la Alta Dirección

Como se observa en la Figura 2, la gestión de las inversiones de los fondos de los ISS requiere de la definición de dos estructuras independientes entre sí: (i) la estructura de toma de decisiones, integrada por la Junta Directiva u Órgano de Dirección, el Comité de Riesgos, el Comité de Inversiones y la Dirección General (Alta Gerencia); y (ii) la estructura operativa, integrada por el Área de Inversiones (*Front Office*), el Área de Riesgos (*Middle Office*) y el Área de Registro y Liquidación (*Back Office*).

Para que la administración de los fondos se lleve a cabo de una forma correcta, estas dos estructuras deben interactuar frecuentemente en ambas vías, de tal forma que: por una parte, la estructura operativa brinde la información necesaria para la toma de decisiones y, por otra parte, el Órgano de Dirección comunique a las áreas operativas las decisiones tomadas a partir de la asesoría brindada por los Comités, para que la operación se efectúe conforme a estas decisiones. En las Figuras 2 y 3, se muestran los de acción para la operación de los procesos de inversión y valoración de riesgos, en donde se muestra la interacción entre las diferentes áreas, comités y el Órgano de Dirección.

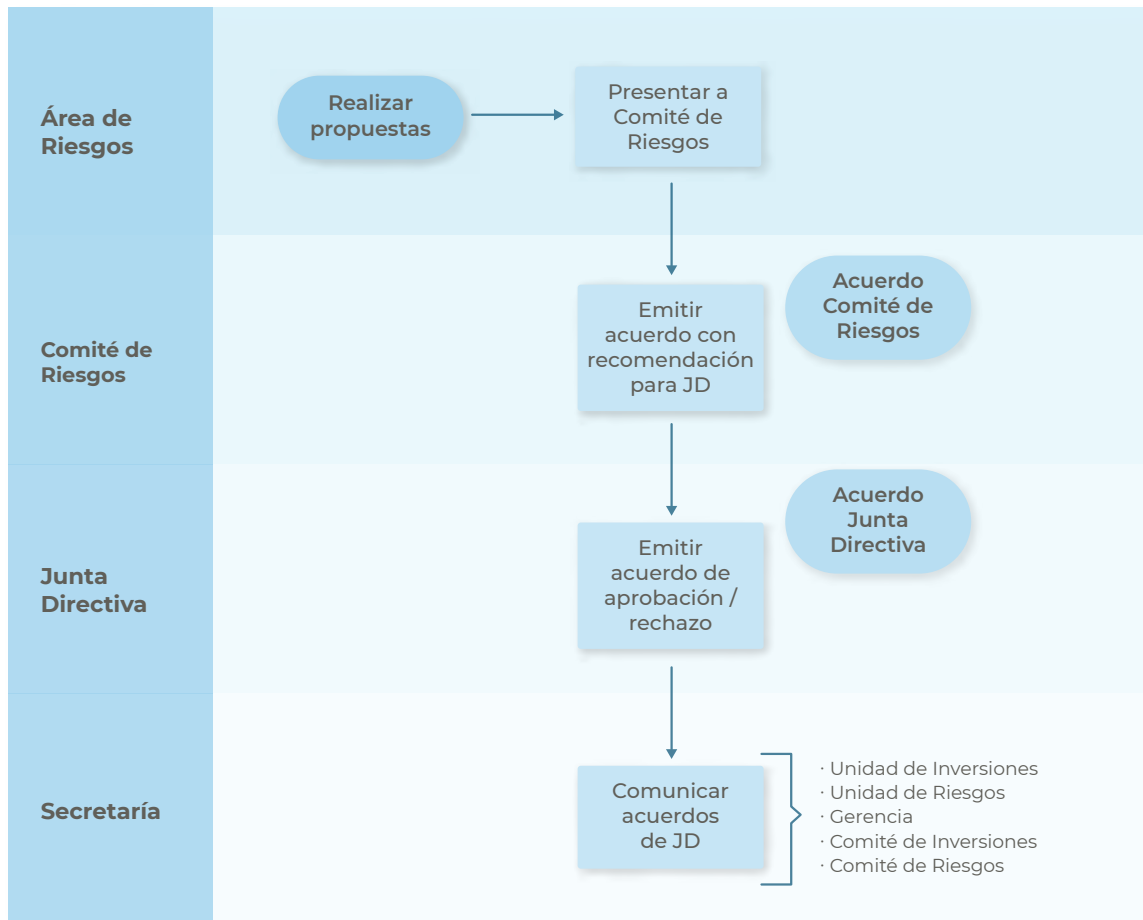
Adicionalmente, en los Cuadros 2 y 3 se presentan las propuestas a cargo del Área de Inversiones y de Riesgo.

Figura 2. Diagrama de flujo para el establecimiento de las políticas y lineamientos de inversión



Fuente: Elaboración propia.

Figura 3. Diagrama de flujo para el establecimiento de las políticas y lineamientos de riesgos de las inversiones



Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 2

PROPUESTAS A CARGO DEL ÁREA DE INVERSIONES
<ul style="list-style-type: none"> • Plan de Inversiones / Asignación Estratégica de Activos • Política de Inversiones

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 3

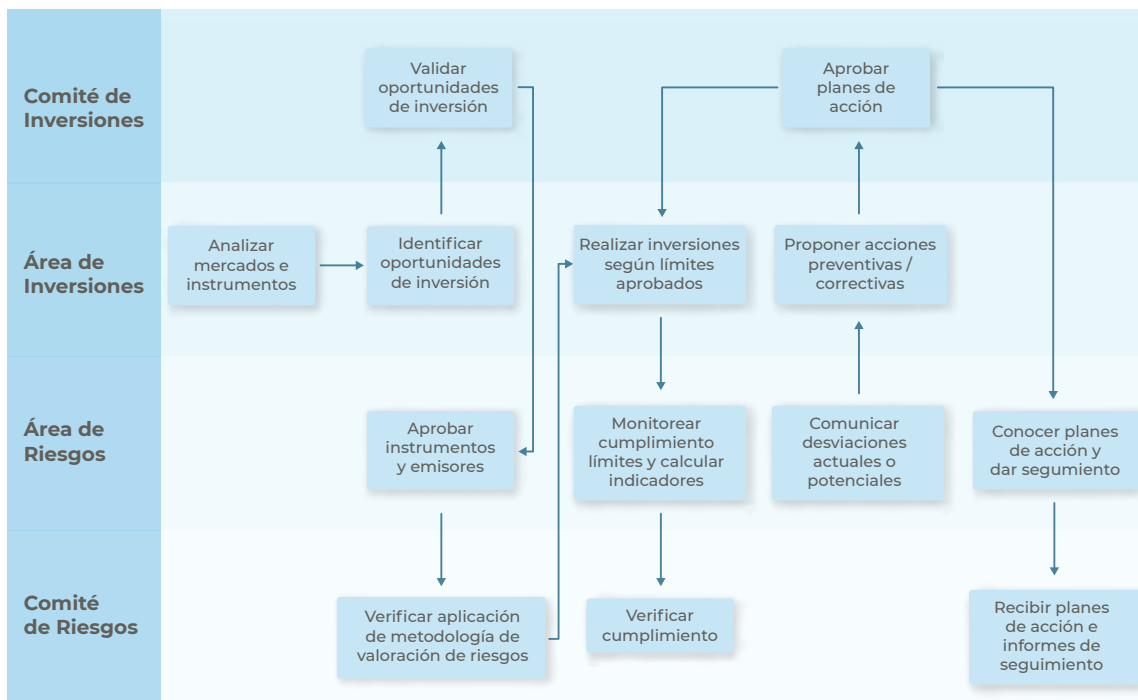
PROPUESTAS A CARGO DEL ÁREA DE RIESGOS
<ul style="list-style-type: none"> • Política de Riesgos • Declaración de Apetito de Riesgo • Marco de gestión de riesgos (políticas, procedimientos, metodologías) • Mecanismos de aprobación requeridos para las desviaciones de la política de inversiones y apetito de riesgo

Fuente: Elaboración propia.

Todos los acuerdos del Órgano de Dirección con los resultados de aprobación o rechazo de las propuestas emitidas por el Área de Inversiones y por el Área de Riesgos deben ser comunicados al área respectiva, a la Alta Dirección (Gerencia), al Comité de Inversiones y al Comité de Riesgos.

Una vez definido el marco de acción para la gestión de las inversiones, las áreas de inversión y de riesgos, con la supervisión de los comités, deben ejecutar el mandato asignado por el Órgano de Dirección. En la Figura 4, se muestra el diagrama de flujo para la ejecución de las operaciones de inversión, en el que interactúan el Área de Inversiones, el Área de Riesgos, el Comité de Inversiones y el Comité de Riesgos.

Figura 4. Diagrama de flujo del proceso operativo de las inversiones



Fuente: Elaboración propia.

Al igual que en el caso anterior (flujos de toma de decisiones), todas las decisiones de ambos comités deben quedar consignadas en acuerdos, con el detalle de los miembros del Comité que votan a favor y en contra de las decisiones. Estos acuerdos deben ser comunicados a todos los involucrados según corresponda y a la Alta Dirección (Gerencia). Los acuerdos deben quedar consignados en el Acta de la sesión correspondiente con el detalle de todos los temas tratados y los comentarios de cada miembro del Comité.

Con el objetivo de que las sesiones de los Comités sean ágiles, se deben considerar las siguientes prácticas:

- El Área (riesgos e inversiones) prepara los informes con los análisis detallados de cada tema contenido en la agenda de la reunión, con sus conclusiones y recomendaciones.
- El Área (riesgos e inversiones) remite los informes con al menos dos días de antelación a los miembros del Comité para su revisión.
- El Área (riesgos e inversiones) prepara una presentación para cada tema, con un resumen del contenido del informe, así como con el borrador de acuerdo.

- Los miembros del Comité revisan los informes remitidos previo a la sesión.
- El Área (riesgos e inversiones) presenta los temas resumidos en el Comité y aclara las dudas específicas de los miembros.
- Finalizada la presentación, se revisa el borrador de acuerdo y se realiza la votación correspondiente, la cual queda consignada en el acuerdo.
- La Secretaría envía copia de los acuerdos a las áreas indicadas en el acuerdo.

5.2 Relación de las Áreas de Inversiones, Riesgos y Auditoría, las tres líneas de defensa

La relación que existe entre las Áreas de Inversiones, Riesgos y Auditoría en entidades financieras se debe regir por los principios de gobierno corporativo para bancos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, según los cuales un marco de gobierno del riesgo incluye responsabilidades organizativas bien definidas para la gestión del riesgo, que habitualmente se conoce como “las tres líneas de defensa” (Ver Banco de Pagos Internacionales, 2015, pp. 10-12):

- La línea de negocio (ampliamente comprendido), que en el caso de pensiones se refiere a las inversiones.
- Una función de gestión del riesgo y de cumplimiento independiente de la primera línea de defensa.
- Una función de auditoría interna independiente de la primera y segunda línea de defensa.

A pesar de que estos principios fueron diseñados para bancos, en la práctica, se han aplicado también a las organizaciones gestoras de fondos de pensiones, ya que constituyen buenas prácticas para la gestión de los fondos administrados. Según estos principios, los detalles estructurales de las tres líneas de defensa pueden variar de acuerdo con la naturaleza y tamaño de las entidades, pero las responsabilidades de cada una deben estar bien definidas y comunicadas, de acuerdo con lo establecido en la Figura 5.

Para cumplir con las responsabilidades asignadas, cada línea de defensa requiere de una estrecha relación y comunicación con las otras dos. Esta relación incluye la entrega de información oportuna y confiable de parte de las unidades de negocio y del Área de Riesgos a la auditoría interna, así como entre las unidades de negocio y el Área de Riesgos.

En el caso de los fondos de pensiones, el Área de Inversiones, como primera línea de defensa, debe implementar los controles internos adecuados que permitan mitigar los riesgos tanto operativos como financieros de su proceso, así como reportar cualquier incumplimiento o desviación (materialización de un riesgo) al Área de Riesgos para su registro y seguimiento. El Área de Riesgos, como segunda línea de defensa, debe verificar que el Área de Inversiones cumpla con el apetito de riesgo aprobado por el Órgano de Dirección y los controles internos, así como con las regulaciones aplicables, sean reglamentos propios del ISS o impuestos por leyes.

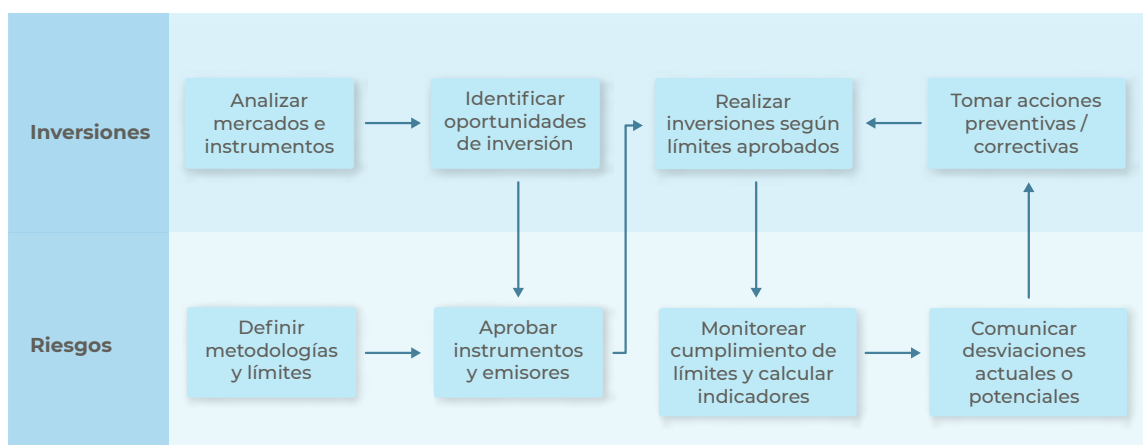
Figura 5. Responsabilidades de las líneas de defensa



Fuente: Elaboración propia.

Para que exista una adecuada gestión de riesgo según el marco definido, el Área de Inversiones y el Área de Riesgos deben tener una relación cercana y comunicación en ambas vías. Por una parte, el Área de Inversiones debe suministrar al Área de Riesgos los resultados de los movimientos efectuados en los portafolios de inversiones, con el fin de que el Área de Riesgos pueda verificar el cumplimiento de los límites y calcular los indicadores de riesgo financiero. Por otra parte, el Área de Riesgos debe entregar los reportes de cumplimiento e indicadores de riesgo al Área de Inversiones para que esta última pueda gestionar el portafolio según los límites establecidos y, de ser necesario, tomar acciones preventivas o correctivas ante desviaciones potenciales o incumplimientos al apetito de riesgo. El flujo del proceso que debe existir entre las áreas se muestra en la Figura 6.

Figura 6. Flujo de proceso



Fuente: Elaboración propia.

Adicionalmente, como parte del proceso, el Área de Riesgos debe realizar los análisis de los instrumentos y emisores sugeridos por el Área de Inversiones, con el fin de determinar si cumplen con los criterios de riesgo adecuados para formar parte de las inversiones del fondo de pensiones. El Manual de Riesgos debe definir estas primeras dos líneas de defensa requeridas en el marco de gobierno para la gestión de riesgo. Las responsabilidades asignadas en el Manual a las Áreas de Inversiones y de Riesgos deben cumplir con las obligaciones definidas para las líneas de defensa en los Principios de Gobierno Corporativo para Bancos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en la Figura 5.

Con relación a la tercera línea de defensa, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, (Banco de Pagos Internacionales, 2002) indica que la función de auditoría interna debería evaluar de forma independiente:

- Efectividad y eficiencia del control interno, la gestión de riesgos y la gobernanza en el contexto de riesgos actuales y potenciales futuros.
- Fiabilidad, eficacia e integridad de los sistemas de información de gestión y procesos (incluida la relevancia, precisión, integridad, disponibilidad, confidencialidad y exhaustividad de los datos).
- Supervisión del cumplimiento de las leyes y reglamentos.
- Salvaguarda de activos.

La Auditoría Interna de los ISS debe incluir dentro de su Plan Anual de Auditoría, la revisión del proceso de inversiones, incluyendo las actividades relacionadas llevadas a cabo por el Área de Riesgos. Además, debe incluir otros procesos relevantes como el proceso de afiliación, la verificación de estados financieros, el otorgamiento de préstamos a los afiliados, entre otras actividades del fondo de pensiones. En todos los casos, verifica el cumplimiento de la regulación aplicable a cada proceso.

Para llevar a cabo sus funciones, la Auditoría Interna debe contar con acceso a la información necesaria generada tanto por el Área de Inversiones como por el Área de Riesgos. Producto de las auditorías, se generan los informes de hallazgos y se presentan trimestralmente al Comité de Auditoría, el avance en el Plan de Auditoría, los hallazgos y el estado de atención por parte de la Administración. Al igual que para la primera y segunda línea de defensa, las tareas efectuadas por la Auditoría Interna del ISS deben cumplir con las responsabilidades definidas para la tercera línea de defensa en los Principios de Gobierno Corporativo para Bancos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

En síntesis, se deben establecer los procesos necesarios para que exista una relación directa y de colaboración entre el Área de Inversiones, el Área de Riesgos y la Auditoría Interna, con el fin de que el proceso de inversión de los fondos administrados se lleve a cabo cumpliendo con las regulaciones y las leyes.



6 Normas internacionales en materia de inversiones de fondos de pensiones

Organismos internacionales como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Organización Internacional de Supervisores de Pensiones (IOPS, por sus siglas en inglés) y la Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones (AIOS) han definido normas y principios para mejorar la administración de los fondos de pensiones. Por su parte, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) ha desarrollado recomendaciones técnicas y estudios que sirven de referencia para fortalecer la gestión de los sistemas de pensiones en la región (Ver BID, 2022).

Por ejemplo, IOPS (2011) definió ocho buenas prácticas para una adecuada gestión de riesgos de los fondos de pensiones. Estas buenas prácticas inician definiendo los mecanismos apropiados para que los fondos de pensiones construyan un sistema de gestión de riesgos efectivo, desarrollando una institucionalidad que permita la fiscalización y una cultura de riesgo dentro de las organizaciones gestoras de los fondos de pensiones. Dentro de estas buenas prácticas, se incluyen temas como el control de riesgos de financiamiento y de solvencia, con el fin de garantizar el flujo necesario de recursos para enfrentar el pago de los pasivos del fondo de pensiones.

Además, en materia de inversiones, las buenas prácticas se extienden al control de los riesgos de inversión, dentro de los cuales se menciona el riesgo de mercado, y el control de los riesgos operativos y de externalización. Las guías se extienden para favorecer el desarrollo de mecanismos de control y monitoreo de los diversos riesgos a los que se exponen los fondos de pensiones, establece las pautas de transparencia relacionadas con el flujo de información, los informes que se deben generar y los procesos de comunicación hacia lo interno de las instituciones y hacia los afiliados. Por último, las buenas prácticas establecen la necesidad de contar con una supervisión y fiscalización sólida de los sistemas de gestión de riesgos para los fondos de pensiones.

Estrictamente relacionado con los procesos de inversión, este capítulo enlista las normas internacionales que existen para las inversiones de los fondos de pensiones. La definición de estos principios y buenas prácticas está a cargo de la OCDE y, en general, los marcos normativos en materia de inversiones de fondos de pensiones de la mayoría de los países de América Latina intentan seguir estas normas, teniendo en cuenta las peculiaridades de cada jurisdicción.

El objetivo de las inversiones de los fondos de pensiones es generar el mejor retorno posible consistente con los pasivos y las necesidades de liquidez del plan, de acuerdo con la tolerancia al riesgo de las partes afectadas. La OCDE (2006) ha definido cinco guías o buenas prácticas para el manejo de los activos de fondos de pensiones, las cuales se describen a continuación.

Estos principios son muy generales y la idea es que puedan amoldarse en el mayor grado posible a las legislaciones o regulaciones que ordenan las inversiones en el sector pensiones. La idea de esta normativa es contar con un estándar mínimo de seguridad para que los fondos de pensiones puedan cumplir con su mandato de creación, sin importar de si se trata de un sistema de pensiones público o privado.

6.1 Ingreso para el retiro meta y principios prudenciales

La guía indica que la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones debe basarse en una tasa de reemplazo meta y asegurar que el manejo de las inversiones se dé en función de principios prudenciales de seguridad, rentabilidad y liquidez. Para ello, se deben utilizar conceptos de manejo de riesgos como la diversificación y el calce de activos y pasivos.

Si bien este principio pareciera calzar mejor para regímenes de contribución definida, lo cierto es que para los regímenes de beneficio definido también aplica. En estos últimos regímenes, la tasa de reemplazo es definida en relación con el historial salarial y el salario base mensual que resulte en la fecha de otorgamiento de la pensión e independientemente del rendimiento que haya tenido el fondo.

Sin embargo, la garantía de tasa de reemplazo solo aplica para aquellos afiliados que han consolidado su derecho a pensión y las condiciones de pensión podrían desmejorar gradualmente a futuro. El propio Convenio 102 de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) establece que las condiciones de pensión se respetan únicamente para los individuos que consoliden su derecho en los 18 meses siguientes a cualquier reforma paramétrica. En la práctica, las reformas suelen modificar las condiciones de manera progresiva, pero si no se cuidan los objetivos de rentabilidad, los beneficios futuros tenderán a deteriorarse a medida que se materialice el riesgo de longevidad. Del mismo modo, las pensiones en curso de pago pueden ver reducida su capacidad adquisitiva si los ajustes se ubican por debajo de la tasa de inflación.

6.2 El estándar de la persona prudente

El estándar de la persona prudente establece que las inversiones deben realizarse con el cuidado, el conocimiento experto, la prudencia y la debida diligencia. Si se carece de estas características para tomar decisiones de inversión, se debe buscar asistencia externa de un experto.

En este sentido, el Órgano de Dirección o la Junta Directiva del fondo de pensiones y las partes involucradas en los procesos de inversión deben tener una labor fiduciaria sobre los dineros dados en administración, sus miembros y afiliados. Por tanto, el Órgano de Dirección debe actuar en el mejor interés de los miembros y beneficiarios en los asuntos relacionados con las actividades de inversión de los activos del fondo de pensiones y ejercer la debida diligencia en el proceso de inversión.

Las leyes y reglamentos deben requerirle al Órgano de Dirección del fondo de pensiones que establezca un proceso riguroso para llevar a cabo las actividades de inversión, incluyendo el establecimiento apropiado de controles internos y procedimientos para implementar de manera efectiva y monitorear el proceso de manejo de las inversiones.

6.3 Política de inversión

La guía de buenas prácticas indica que las partes responsables de manejar la administración de las inversiones de los fondos de pensiones deben establecer una política de inversión escrita que sea seguida consistentemente.

Esta política debe establecer objetivos de inversión claros que sean consistentes con la tasa de reemplazo meta del fondo, con sus pasivos y con un grado aceptable de riesgo para el fondo, el patrocinador y los beneficiarios. El enfoque para alcanzar estos objetivos debe satisfacer el estándar de la persona prudente, tomando en cuenta la necesidad de una diversificación adecuada, un manejo del riesgo, la madurez de las obligaciones, las necesidades de liquidez y las limitaciones legales del portafolio de inversión.

Una política de inversión es necesaria tanto para los esquemas de beneficio definido como para los de contribución definida. Lo fundamental es que dicha política sea clara y coherente con los objetivos y la naturaleza de cada esquema previsional. En los esquemas de beneficio definido, la política debe reflejar la relación entre las proyecciones actuariales, los requerimientos de fondeo y el manejo de las inversiones. En los esquemas de contribución definida, en cambio, debe centrarse en garantizar una adecuada diversificación y gestión de riesgos que permitan alcanzar pensiones suficientes y sostenibles para los afiliados.

En ambos casos, las particularidades deben estar reflejadas en la política de inversión de forma adecuada. Por ejemplo, la posibilidad de realizar libre transferencia entre gestores en sistemas de capitalización individual obliga a llevar una contabilidad de las inversiones basada en el precio de mercado de los instrumentos, pues de lo contrario se puede producir una redistribución de saldos entre los afiliados, lo cual no sucede en los sistemas de beneficio definido. No obstante, la valoración a mercado es imprescindible en todas las carteras de inversión, pues sin ella no es posible realizar análisis de riesgos que sean suficientes para medir y monitorear todos los riesgos involucrados.

La política de inversión debe incluir como mínimo: la estrategia de distribución de los activos (corto-largo plazo, categorías de inversión), el desempeño objetivo, los medios de monitoreo, las acciones ante cambios en el mercado, los procesos de selección de activos y la ejecución de compra-venta de activos. Se deben identificar todas las partes que están a cargo de ejecutar la política de inversión.

Además, se debe indicar si se usarán administradores de inversiones internos o externos, el rango de actividades y su autoridad, y los procesos bajo los cuales son seleccionados y su desempeño medido. Se deben establecer procedimientos y criterios mediante los cuales el órgano de control y las otras partes responsables revisen periódicamente la efectividad de las inversiones, para determinar si se necesita un cambio en la política de inversión.

6.4 Límites de inversión

La guía dice que la regulación puede incluir límites máximos por categoría de inversión en tanto sean consistentes y promuevan los principios prudenciales de seguridad, rentabilidad y liquidez. También puede incluirse una lista admitida de activos recomendados o sujetos de aprobación por parte del regulador.

Sin embargo, no se deben prescribir límites mínimos de inversión para cualquier categoría de inversión, excepto con carácter temporal y por razones prudenciales. Además, se deben evitar los límites de inversión que inhiben una adecuada diversificación o un manejo de la razón activos-pasivos. Se deben prohibir o limitar las inversiones de grupos relacionados y no se deben prohibir las inversiones en el exterior.

6.5 Valoración de activos

El quinto principio de buenas prácticas para la inversión de los activos de los fondos de pensiones indica que debe establecerse una metodología apropiada y transparente para la valoración de activos. La metodología debe ser informada al órgano de dirección, a todos los involucrados en el proceso de inversión, a los miembros y a los beneficiarios.

Aun cuando las leyes no requieran de valoración a mercado o valor justo, es recomendable mostrar los resultados que se hubieran obtenido bajo dicha metodología. Se pueden requerir metodologías especiales para valorar activos poco líquidos como los inmobiliarios o fondos de infraestructura. Aunque, deben incorporar el riesgo inherente y las primas por liquidez.

Algunos países permiten el uso de métodos especiales para suavizar el valor de algunos activos a lo largo del tiempo de conformidad con el contexto actuarial del régimen y requerimientos de fondeo de planes de beneficio definido y de contribución definida con tasas de reemplazo garantizadas. No obstante, cuando estos métodos se utilizan, los reguladores deben asegurarse de que no haya efectos significativos sobre la estructura final del portafolio y sobre el desempeño de algún tipo de inversión en específico. Como las técnicas para suavizar el valor de los activos pueden tener un impacto importante en las proyecciones actuariales y de fondeo, los reguladores que las permitan deben entender la totalidad de los efectos potenciales. Además, suavizar el valor de los activos puede ser innecesario si los requerimientos de fondeo por ganancias y pérdidas actuariales se pueden distribuir a lo largo del tiempo.



Referencias

- Banco de Pagos Internacionales. (2002). *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea: Encuesta sobre auditoría interna en los bancos y la relación del supervisor con los auditores*. Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/bcbs92es.pdf>.
- Banco de Pagos Internacionales. (2015). *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea: Principios de Gobierno Corporativo para Bancos*. Recuperado de: https://www.bis.org/bcbs/publ/d328_es.pdf.
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2020). *Serie de buenas prácticas: supervisión de pensiones. Red de Pensiones de América Latina y el Caribe (Red PLAC)*. Recuperado de: <https://publications.iadb.org/es/red-plac-serie-de-buenas-practicas-supervision-de-pensiones>.
- IOPS. (2010). *Principios de Supervisión de Pensiones Privadas*. Recuperado de: <https://www.iopsweb.org/content/dam/iops/en/iops-principles-and-guidelines/IOPS-principles-private-pension-supervision.pdf>.
- IOPS. (2011). *Buenas Prácticas de la Organización Internacional OECD/IOPS, para los Sistemas de Gestión de Riesgos de los Fondos de Pensiones*. Recuperado de: <https://www.aiosfp.org/documentos/2-buenas-practicas-para-los-sistemas-de-gestion-de-riesgo-de-fondos-de-pensiones/file.html>.
- IOPS. (2018). *Directrices para la evaluación y supervisión de los fondos de pensiones*. Recuperado de: <https://www.aiosfp.org/documentos/4-directrices-para-la-evaluacion-y-supervision-de-fondos-de-pensiones/file.html>.
- OECD. (2006). *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management: Recommendation of the Council*. Paris. Recuperado de: <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/36316399.pdf>.
- OECD. (2009). *OECD Guidelines for Pension Fund Governance*. Paris. Recuperado de: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/34799965.pdf>.
- OECD. (2022). *Policy Guidance On Market Practices to Strengthen ESG Investing and Finance a Climate Transition*. Paris. Recuperado de: <https://www.greenpolicyplatform.org/sites/default/files/downloads/resource/Policy%20guidance%20on%20ESG%20OEC>.
- OIT. (1952). *Convenio sobre la norma mínima de la seguridad social (convenio 102)*. Ginebra: OIT. Recuperado de: [Convenio C102 - Convenio sobre la seguridad social \(norma mínima\), 1952 \(núm. 102\)](#).

