

Revista ABC, Economía y Finanzas (ABC).- El tema básico para el funcionamiento de cualquier mercado es la transparencia, ¿Qué ha hecho la Superintendencia de Valores Pensiones y Seguros para garantizar la transparencia del mercado de valores?

PABLO GOTRETT (PG).- Al analizar la necesidad de la reforma de Pensiones hace unos seis años, se hablaba de la estabilidad macroeconómica, de la libertad del tipo de cambio, de la libertad del movimiento de capitales, etc., y de las dos grandes reformas faltantes: La primera era la canalización del ahorro interno a largo plazo, que estaba siendo mal utilizado por el sistema de reparto simple puesto que, únicamente, utilizaba los recursos para pagar el sistema antiguo. Era uno de los grandes temas. La segunda reforma, era que los derechos propietarios, que son fundamentales, estén bien constituidos para el saludable desarrollo de un sistema de mercado. Esos derechos no estaban bien constituidos; no había respeto a la propiedad privada especialmente debido a los problemas que existían en el Poder Judicial. Son dos importantes reformas que se han ejecutado.

¿Cuál es el objetivo fundamental que debería permitir la Reforma de Pensiones, en el cual nos hemos concentrado?, ¿Cuál sería la luz al final del túnel? La luz al final del túnel, es la misma orientación de esa filosofía original con la que se diseñó la reforma: que se tenga un ahorro a largo plazo, valorizado a través del mercado de capitales y dirigido a las mejores inversiones, preferiblemente del sector productivo, dentro de un marco de prudencia. Esto es, verificado externamente por los calificadores de riesgo, que te aseguran el cumplimiento del marco de prudencia escogido. Solamente se compran títulos calificados con grado de inversión por nuestros inversionistas institucionales. Estos son las AFP y las empresas de seguro, que invierten los recursos que disponen de sus afiliados o asegurados, para asegurarse que la gente que se jubile, lo haga con las mejores pensiones posibles dentro del marco de prudencia escogida. Ése es el objetivo. Nosotros queremos ver que nuestros viejitos se jubilen con buenas pensiones. Que el ahorro realizado durante toda su vida de ahorro sea manejado dentro de un marco absoluto de prudencia y que ese ahorro, que es de largo plazo, vaya a canalizarse a las inversiones más productivas y de menor riesgo de nuestro país. Eso es lo que cierra el círculo.

¿Qué hemos hecho dentro de ese círculo y por qué es importante que nosotros no hayamos perdido el norte? Primero, la canalización del ahorro interno a largo plazo. Tiene dos aspectos fundamentales que han estado fallando, y que creo todavía no se han resuelto y sobre los que seguimos trabajando. El ahorro interno en el sistema antiguo de pensiones debería pagar los gastos corrientes de los rentistas y nada más. Entonces tuvo que hacerse la reforma. Pero ¿en qué estamos respecto a la transformación del ahorro generado en el sistema de pensiones? Parece que seguimos en lo mismo porque casi toda la recaudación en el seguro de vejez se destina a comprar bonos del TGN que financian el pago de las rentas del viejo sistema.

# La Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros (SPVS) y la transparencia del Mercado de Valores

Una entrevista con el Superintendente de Pensiones, Valores y Seguros que muestra cómo en su gestión se han logrado importantes avances en los ámbitos que actúa esa Superintendencia.

Redacción Central

Si llevamos al extremo respecto a lo que ahora pasa: si todo el ahorro interno a largo plazo de pensiones (los seguros de Vejez, Riesgo Común y Riesgo Profesional) fuese colocado en títulos del TGN, lo único que se habría logrado con la reforma de pensiones es transparentar el préstamo que contrae el Estado, conseguir que se pague una tasa de interés, que se otorgue unos títulos que certifican este endeudamiento, y la administración privada del sistema, pero nada más. No se habrían logrado cambios fundamentales como es el financiamiento al sector productivo. Además, si bien el Estado es supuestamente soberano en su endeudamiento y la deuda soberana debería ser la más creíble, se tiene una concentración total de riesgo, aun siendo Estado. Entonces se habría logrado poco.

ABC.- ¿Qué está haciendo la SPVS para impulsar el ahorro interno a largo plazo?

P.G.- Primero, todo lo que son aportes por riesgos profesionales y riesgos comunes han ido a financiar la actividad privada a través del mercado bursátil. Eso no se ha prestado el Estado. Se ha prestado cerca de 140 millones de dólares de un total superior a los 180 millones que recaudan las AFP. Cerca de 45 millones se han dejado en las cuentas de Riesgo Común y Riesgo Profesional, y lo que no se paga en siniestros de RC y RP, se invierte.

Por otra parte, hemos negociado con el gobierno dos aspectos fundamentales: Primero, por primera vez va a haber una programación del endeudamiento. Antes simplemente las AFP tenían que mandar al TGN, necesite o no necesite, y el TGN emitía las letras. Ahora el TGN tiene que mandarnos una programación de su endeudamiento. Segundo, conforme a los acuerdos preliminares, digamos con el FMI, el TGN solamente se va a prestar hasta 80 millones de dólares de los fondos de pensiones este año. Lo importante es que ese nivel de endeudamiento interno hacia el Tesoro sea objeto de un "crowding out" o desplazamiento y, por lo tanto, vaya disminuyendo paulatinamente.

ABC.- ¿En qué áreas se está trabajando para mejorar el Sistema de Pensiones?

de pensiones que no va a tener jubilados si no hasta dentro de un cierto tiempo, de manera que no se tiene todavía un beneficio palpable, el impacto de esa buena administración del ahorro. Primera dificultad. La segunda es que se tienen dos AFP dentro de un período de exclusividad, y consecuentemente, como no compiten entre sí, no divulgan información sobre el sistema, y como tienen su comisión fija, tienen el incentivo de minimizar costos. Ése fue el diseño, así se decidió y así funciona. No estoy criticando nada, así se diseñó. El tercer problema, es un aspecto que hemos trabajado duro para resolverlo: ¿qué es lo único que muestra que el sistema está funcionando bien? Lo único que el afiliado tiene para mostrar y decir que el nuevo sistema no es como el anterior porque no le están robando su dinero; es su estado de cuenta. Esto es lo único que muestra una diferencia fundamental con el sistema anterior.

Cuando nosotros llegamos, la gran parte de los aportes de los empleados públicos, que se habían realizado desde mayo de 1997, no estaban acreditados en las cuentas individuales respectivas. El Tesoro General de la Nación pagaba el cheque pero no mandaba las planillas. Para sacar el último estado de cuentas - que es el único que realmente vale, es el único que tiene verdadero valor de cuota- la SPVS ha rearmado toda la historia laboral desde mayo de 1997, planilla por planilla, institución por institución. O sea, se tuvo que rearmar toda la historia



# ensiones rcado



laboral de los empleados públicos.

La anterior Superintendencia de Pensiones se ocupó mucho en que se invierta bien el dinero, y que el dinero invertido quede bien registrado. Tal vez yo hubiera hecho lo mismo. Pero realmente el esfuerzo fue mínimo en lo que respecta al sistema de acreditación y de contabilización. La contabilidad de las cuentas individuales y del valor de cuota - el valor de cuota es fundamental para el proceso porque compras cuotas con tu aporte - era distinto en las dos AFP. Tuvimos que homogeneizar los sistemas de acreditación y de contabilización, que es muy complicado porque es necesario ir atrás en todo el proceso y rearmarlo. Pero ésa es la única manera en que se puede tener un estado de cuenta fidedigno. La presión que se ejerce ahora sobre las AFP para que los estados de cuenta lleguen a los aportantes, tiene por objeto que la gente sepa dónde está su dinero. Es la única manera de demostrar que el sistema está funcionando y así crezca la confianza en él. El diablo está en esos detalles y rearmar eso...

Hoy estamos trabajando en mejores sistemas de distribución con las AFP. Ya tenemos el sistema contable bien armado, para los próximos estados de cuenta no hay un problema de información sino de logística por las dificultades de nuestro país. Es importante que se pueda hacer dentro de los plazos adecuados, con eficiencia, tratando de llegar a la población boliviana mediante los mejores sistemas. Ya estamos en la parte logística, es la parte fácil, no es la parte de verificar si los números son ciertos. Ése ha sido un trabajo de relojero que se ha hecho en la parte del ahorro a largo plazo, la primera parte.

Entonces, lo primero era ampliar y asegurar el ahorro interno a largo plazo, negociando con Hacienda por un lado y haciendo que los estados de cuenta sean reales, por otro lado. Ése era el objetivo con el cual hemos estado trabajando.

*ABC.- Para que los afiliados al nuevo sistema tengan mayor tangibilidad de los beneficios es necesario que se empiecen a pagar pensiones. Las primeras que pague, sin embargo, requieren del certificado de Compensación de Cotizaciones. ¿Cuándo estima que será posible emitir los certificados e iniciar la jubilación en el nuevo sistema?*

PG.- La emisión del certificado de Compensación de Cotizaciones debe hacerse el año 2000, especialmente para que la población sándwich empiece a jubilarse. Tiene que ser este año!. La fecha no depende de nosotros sino de la promulgación de un decreto. Pero el compromiso de Hacienda es que este año sale la Compensación de Cotizaciones, aunque salga un decreto que limite el número de gente que pueda jubilarse. En el sistema antiguo se jubilaban la gente que cumplía con sus 180 cotizaciones hasta mayo de 1997; entonces se podría sacar un decreto que permita

la jubilación a la gente que tenía 180 cotizaciones hasta diciembre de 1997, por ejemplo. Se tiene que limitar la contingencia fiscal, y es necesario ir armando la estructura de los pagos sin dañar el sistema. Es necesario que la gente empiece a jubilarse y se dé cuenta que el sistema funciona.

*ABC.- Es por demás importante que la población relacione las AFP con otros inversionistas institucionales así como también se pueda ver como se está impulsando mayor transparencia a los mercados financieros. ¿Podríamos ingresar a estos temas?*

PG.- Bolivia tiene dos AFP. De acuerdo con los límites de inversión que existían antes, cada AFP podía comprar hasta 20 por ciento de una emisión. Sumando ambos porcentajes da 40. En Chile, porque copiaron la norma chilena, también es 40 por ciento, pero son 16 AFP. Entonces, los inversionistas institucionales, entre todos, de hecho tienen una buena emisión calificada por riesgo sobresuscrita.

El peligro mayor de cualquier inversionista privado, es salir a una emisión y que ésta no se coloque o sólo se venda un 10 por ciento de ella. De otra manera, si el financiamiento no se basa en una estructuración de este tipo, el proyecto caerá. Siempre se tiene que asegurar que la emisión esté suscrita totalmente o sobresuscrita. Por eso que ya hicimos un cambio en la Ley 1977 para que esos porcentajes suban a 40 por ciento. ¿Por qué 40%? Porque entre dos AFP suman 80%. Y serán los otros inversionistas institucionales que tienen que trabajar para sobresuscribir esa emisión. Son las empresas de seguro que van a administrar el Riesgo Común (RC) y el Riesgo Profesional (RP) y que, por lo tanto, harán ese trabajo y se podrán tener suscripciones realizadas.

La transferencia de los seguros de RC y RP, no es un proceso fácil. Tenemos que certificar que las empresas de seguro pueden cumplir con los requisitos establecidos. Por eso estamos haciendo esfuerzos con los propios inversionistas bolivianos, asociadas o no, con empresas extranjeras puedan cumplir con esos requisitos, certificarse y empezar este proceso. Consideramos que esa transferencia se va a llevar definitivamente este año y que la licitación va a terminar el primer semestre del 2000.

Es por eso que también hemos sacado el reglamento de inversión a través del CONFIP. El mismo establece una estructura de límites de inversión y diversificación de portafolio adecuadas para que puedan participar como inversionistas institucionales.

Entonces, ha sido trabajando en la ley, trabajando en regulación y trabajando en el proceso de transferencia de los seguros de RC y RP, que se está contribuyendo a la seguridad y transparencia de los mercados.

Si bien existía un reglamento de diversificación de cartera y de portafolio, había dos aspectos ausentes que totalmente eliminaban la prudencia que se





debe tener en la inversión de estos recursos. Sobre todo si se va a invertir en títulos que no sean DPF de bancos. Primero, no había calificación de riesgo, no habían calificadoras de riesgo, no se había hecho ni siquiera el reglamento de calificación de riesgos. Hemos hecho un reglamento que facilita la venida de calificadoras de riesgo. Hemos logrado que vengan dos mundialmente prestigiosas empresas, son la tercera y cuarta más grandes del mundo, la Duff & Phelps y la Thomson & Financial Bankwatch, que han venido a calificar por primera vez en Bolivia.

*ABC.- ¿Por qué se ha hecho tan fácil el ingreso de las calificadoras extranjeras?*

PG.- Hemos puesto un requisito sumamente sencillo para que vengan calificadoras extranjeras a operar en Bolivia. Las extranjeras que pueden venir, necesariamente tienen que ser entidades autorizadas por la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos ("Securities and Exchange Commission", SEC) como Organización Calificadora de Riesgo Reconocida Nacionalmente ("Nationally Recognized Risk Rating Organization"). Hay seis autorizadas por la SEC. Porque no voy a estar, como dicen en inglés "doubleguessing," [a tientas], sobre todo si dentro de todas las posibles calificadoras de riesgo solamente hay seis que, además, cumplen los requisitos de la SEC para calificar fondos de pensiones en Estados Unidos.

Entonces, a las calificadoras que ya están autorizadas por la SEC, la SPVS las ha autorizado a venir al país, reuniendo apenas 100 mil dólares como fianza para que empiecen a operar inmediatamente. Fue un procedimiento sumamente sencillo y por eso han venido. Pero, sin la experiencia de estas empresas, experiencia internacional para calificación de riesgos, al momento no se podría invertir en ningún título del sector productivo; no se tendrían títulos calificados por el riesgo que representan.

*ABC.- Desde la publicación del reglamento de calificación del riesgo y la emisión de bonos de SOBOCE hay un tiempo relativamente corto ¿Son las condiciones que en que se permite que ingresen esas empresas calificadoras las que explican la celeridad de su emisión de bonos calificados?*

PG.- Si, por esa razón. SOBOCE ha sido la primera institución calificada por riesgo, ha obtenido el mayor grado de inversión (A1). De esa emisión, un 70 por ciento de los títulos han sido adquiridos por nuestros inversionistas institucionales y el 30% ha sido colocado en otros inversionistas.

Es la primera "guagua" que tenemos. También debido a los cambios que ha habido en la regulación, ese financiamiento ha sido en mejores condiciones a las otorgadas por el sistema bancario. De esta manera, se empieza a generar confianza en los empresarios que dicen: "Esta alternativa es buena. Si yo soy transparente me puedo beneficiar con ella porque estaré en mejores condiciones que la competencia".

En los últimos dos meses del año 99 hemos tenido la primera oferta pública de acciones en la historia de Bolivia que se venden al público en Ruedo de Bolsa, las acciones del Banco Nacional, autorizada por esta Superintendencia. También la SPVS ha autorizado las transacciones de las acciones de Los Tajibos. En este momento, se tienen para calificación de riesgo varias emisiones de bonos y varias solicitudes de procedimientos para hacer "underwriting" de emisiones futuras.

*ABC.- Los "underwriters" vienen a ser una especie de mayoristas en el mercado de valores al comprar una gran fracción de una emisión o el 100% de ella ¿Cuáles son las entidades que podrían cumplir esta función en Bolivia?*

PG.- Una de ellas es la CAE, por ejemplo. Asimismo, una idea en la que hemos estado trabajando por algún tiempo incluye a los organismos internacionales como "underwriters". De todas maneras, el trabajo está empezando a dar sus frutos.

*ABC.- Pasemos al mercado de capitales. ¿Qué ha hecho hasta ahora la SPVS para mejorar las características de este mercado y cómo se piensa robustecer la transparencia del mismo?*

Este mercado es el que recibe las colocaciones y tiene que funcionar de manera eficiente. En Bolivia ha existido un mercado concentrado en títulos de deuda donde no se transaban acciones y esencialmente las operaciones eran de muy corto plazo fuertemente concentradas en reportos y en transacciones de DPF, las que no necesariamente necesitan ser bursátiles. ¿Por qué? Por muchas razones. La primera, y fundamental razón, es que uno se pregunta para qué cumplir todos los requisitos que impone el mercado de capitales si las condiciones del financiamiento que se van a obtener por la vía bursátil son exactamente iguales, o peores, que las condiciones del financiamiento del sistema bancario. ¿Para qué tener este dolor de cabeza? Sin embargo, las condiciones están cambiando y existen inversionistas institucionales que están canalizando nuestro ahorro interno a largo plazo. Ahora si el mercado de capitales se convierte en una alternativa real. En consecuencia la superintendencia tiene el desafío de convertir también a ese mercado en transparente, fiscalizado, regido por normas claras, etc.

En este sentido, la SPVS ha establecido el Registro en el Mercado de Valores que tiene una capitalización de más de 3.500 millones de dólares. Eso quiere decir que las acciones de las empresas registradas tienen un valor de más de 3.500 millones. Por supuesto, eso no implica que esas acciones se estén transando bursátilmente. Pero ese es el mercado potencial. Obviamente, incluye las empresas capitalizadas. Este monto, no obstante, está mostrando que nuestro mercado potencial accionario "no es moco de pavo", es un mercado muy interesante.

Además, el registro es interactivo y transparente. La SPVS es la única en Latinoamérica, que yo conozco, donde la información que se envía al Registro del Mercado de Valores (RMV) no es responsabilidad de la Superintendencia. Los operadores la envían directamente, vía electrónica, al RMV y nosotros verificamos si es que la información es real y sancionamos si corresponde.

No se tiene en Bolivia al Estado en el medio manipulando, este solamente valida. El sistema tiene sistemas automáticos de regulación. De manera que no nos pueden acusar de tergiversar la información de x ó y empresa.

*ABC.- ¿Lo registrado va a la Bolsa?*

P.G.- No. Estamos conectados y la información se recibe vía e-mail directamente del registrado. Nuestra base de datos del RMV recibe la información de ENTEL, entra en un sistema, este lo valida y lo carga, eso es todo. Obviamente se da una fuerte sanción en caso de manipulación de información o información errónea, esa es ya responsabilidad del emisor. Es un sistema que nos ha costado mucho esfuerzo desarrollarlo.

Otro asunto que es fundamental, y en gran parte es la preocupación que ha mostrado la revista ABC en su último número, es la falta de transparencia en el mercado de valores. Al respecto se han hecho dos cosas. Primero, el Reglamento de Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión. Los Fondos Comunes de Valores eran administrados por las propias Agencias de Bolsa. Ese era un problema que existía antes de la ley del Mercado de Valores. Ahora, lo que obliga la ley es la separación de este tipo de transacciones, de manera que no se tengan Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión administrando Fondos de Inversión y los Agentes de Bolsa haciendo sus propias operaciones por separado.

Ese Reglamento fue aprobado por el CONFIP en octubre de 1999. El plazo de adecuación de la separación de los Fondos Comunes de los Agentes de Bolsa y constituirse en Fondos que administren Fondos de Inversión, vence en marzo de 2000. De manera que el proceso que genera esa transparencia, esa separación que evita el conflicto de intereses, que evidentemente existía debido al sistema pre-ley, ya fue reglamentado en octubre.

Segundo, respecto a las transacciones de reporto, se ha llegado a un acuerdo con la Bolsa de Valores y con todos los agentes. Todas las operaciones de reporto serán bursátiles, absolutamente todas.

*ABC.- ¿Por qué no se lo hizo antes?*

PG.- Porque eso significa que se duplican las transacciones de la Bolsa de un solo golpe. Entonces, evidentemente la capacidad del sistema de la Bolsa no existía para poder soportar tal volumen sin un plazo previo de ajuste para mejorarlo. Por eso se acordó con los agentes de bolsa un plazo de tres meses para empezar a hacer que todas las transacciones sean bursátiles.

Eso va a permitir que en el momento en que un agente entre con un título y un precio, exista puja automática. Por mas que el título sea del Agente de Bolsa, de su posición propia, de su propio portafolio, ese título va a ser pujado. Entonces sea el título del Agente o de su cliente siempre va a obtenerse un precio de mercado porque la puja lo obliga.

*ABC.- Con la aplicación del Reglamento se espera que los conflictos de intereses disminuyan o desaparezcan, pero ¿Por se permitió ese tipo de transacciones que pueden atentar contra los intereses de los inversores?*

PG.- No es que se permite. La bolsa nace sin ley. La Ley de Valores es de 1998 y las operaciones de reporto, por cuenta propia, son anteriores a la ley. Es igual que en el caso bancario: cuando se aumenta la adecuación patrimonial del 8 al 10 por ciento, evidentemente debe haber un plazo de ajuste.

ABC.- No había transparencia en el mercado, ése es el punto neurálgico, no había ley. Las operaciones de la bolsa se estaban dando sin que exista el marco jurídico que hubiese garantizado una mayor transparencia; por lo tanto, lo que se ha hecho ahora, el ajuste actual, es precisamente para llegar a darle ese grado de transparencia.

PG.- Obviamente, genera mayor transparencia. En gran parte del mundo los entes reguladores están avanzando en sus normas y en las bolsas existe todo tipo de subterfugios, o sea, lo que había en Bolivia no es un caso inusual. Gran parte de las transacciones que se hacen con títulos de las posiciones propias, son transacciones grandes. Las transacciones por clientes externos no vinculados, son transacciones de pequeña magnitud, y generalmente, esos clientes reciben una tasa preferencial, un precio adecuado. El mecanismo que ha existido ha sido esencialmente de la tesorería de los propios bancos; una manera de apoyar a sus Agencias de Bolsa, cuando estas se conformaron como tales.

El problema de la transparencia, por lo tanto, se estaría solucionando a través de dos mecanismos: 1) La separación de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión de las Agencias de Bolsa, y 2) En el caso de reportos, a través de la bursatilidad de estas transacciones.

*ABC.- ¿Qué sienten los Administradores de Fondos que no están vinculados a la Banca?*

PG.- Sienten que ha habido una competencia desleal, pero no es tal. Es un tema que discutíamos en el caso de las AFP. Viene el Banco Bilbao Vizcaya (BBV) y trae su nombre detrás de la administración de un fondo. ¿Está garantizando patrimonialmente

el BBV a los fondos de pensiones que administra? No, porque sabemos que es una administración en fideicomiso, que trae años de años de una experiencia formada, de una administración formada, de una capacidad administrativa de manejo de portafolios y una reputación ganada lealmente en el mundo internacional de las finanzas. De manera que lo que la AFP Previsión BBV está trayendo es el nombre de su socio principal, lo que me parece absolutamente genuino.

Patrimonialmente el BBV, como banco, no está garantizado nada. Y eso es lo que la superintendencia debe velar. Por esta razón es que se ha sacado una normativa de publicidad, aspecto importante en la transparencia del mercado de capitales y también de las AFP, donde se penaliza fuertemente cualquier publicidad que distorsione la realidad.

Es un problema muy similar con los Fondos de Inversión y los bancos. Creo que es un problema de educación; es decir, tener pleno conocimiento de que las inversiones en un Fondo de Inversión no tienen la garantía patrimonial del banco. Un ejemplo claro ha sido el caso del BBA y del Fondo Multiplica. Nunca hubo una garantía en la liquidación del Fondo Multiplica por parte ni del Estado boliviano, ni del socio principal que era el propio BBA. Se hizo la primera liquidación vía bursátil de los títulos que tenía el Fondo Multiplica. Aquellos títulos que no eran vendibles, como por ejemplo los BOCAS del propio BBA, se los entregaron en fideicomiso a una tercera institución hasta que los recupere, si es que se los va a recuperar. Es un claro ejemplo de que en ningún momento hubo ninguna garantía implícita, ni explícita, ni del socio, ni del Estado, y lo más importante para la SPVS no es decir que operan en la misma ventanilla, operan en el mismo piso, sino decir claramente que no existe una garantía del banco que es socio mayoritario acerca de los fondos administrados. Eso es lo que nosotros hacemos a través de la promoción de los Fondos de Inversión.

*ABC.- La existencia de mercados extrabursátiles (OTC) es un fenómeno mundial y no se los puede eliminar, es decir, tienen que haber operaciones "Over The Counter". Sin embargo, la parte que llega a complementar lo que está haciendo la SPVS es la autorregulación. Es decir, van a ser los propios operadores que están en ese mercado abierto, los que van a llegar a ponerse su propia regulación. ¿Qué se está haciendo en este sentido? ¿Hay algo que están planteando a futuro? ¿Es una tarea que se les va a invitar a que hagan?*

PG.- Un tema de autorregulación extrabursátil ha sido que yo, como Superintendente, no podía, mediante regulación obligar a que todas las transacciones de reporto sean bursátiles, sería una transgresión a las operaciones privadas. El hecho de que se logre que las transacciones de reportos sean bursátiles, se considera un tema esencialmente de regulación. Ellos mismos han planteado que para evitar estos problemas vayamos a la bursatilidad de los reportos. No hay ninguna resolución de la Superintendencia obligando a este tema; es un acuerdo. De manera que considero que este es un proceso de autorregulación.

*ABC.- Sin embargo, se puede plantear que existe un problema mayor, que está dentro de la bolsa, porque en su interior operan jugadores de distinto tamaño.*

PG.- Esto es algo que se sabe, pero siempre van a existir jugadores de distinto tamaño. Ahora, todo proceso de transparencia y eficiencia dentro de las propias transacciones bursátiles. Dentro de un mercado se relaciona a la competencia perfecta. En la competencia perfecta deben estar presente varias condiciones: múltiples compradores y vendedores, información perfecta, libre entrada y salida, etc. Estamos muy lejos de eso, y por ello hay necesidad en mercados emergentes, de un mayor grado de regulación y supervisión, precisamente por las imperfecciones de nuestros mercados. Una de las grandes imperfecciones (y hablo de problemas en la bolsa de Buenos Aires y en la propia bolsa de San Pablo), es la falta de liquidez de los mercados: no hay suficientes inversionistas institucionales, consecuentemente las inversiones compran un título y se lo quedan hasta que alcanza su madurez. En el caso de Chile tienen treinta mil millones de dólares en el Sistema de AFP y aún ahí hablamos de problemas de liquidez porque no hay otros inversionistas; no son mercados profundos.

*ABC.- Entonces ¿Cómo se marca el precio? ¿Cómo se marca el precio de una acción que se compró a x precio hace cuatro años por parte de un fondo de inversión o de una AFP y que no se volvió a transar en el mercado, ¿a qué precio se lo marca y cómo se determina esa marca?*

PG.- Esa misma pregunta se la hago, pero más sencilla, de una casa. Construye una casa que costó 200 mil dólares, y luego en el mercado no se la puede vender más que a 100 mil. ¿Cuál es el verdadero precio de esa casa? ¿200 mil o 100 mil? ¡Cien mil! Si es que no hay transacciones de esa casa, no se la vende, ni se la compra porque se quedaron los dueños viviendo en ella. Los dueños siempre van a tener el concepto de que vale 200 mil, y cuando haya la necesidad de venderla, como es el caso de un fondo de pensiones que necesita vender un título para pagar pensiones, ¿qué pasa si no ha transado un determinado título desde que lo compro? Entonces la obligatoriedad de la prudencia es que exista marcación de precios es fundamental para saber el verdadero valor del fondo. Si no existe un mecanismo porque hay poca profundidad, es un tema de eficiencia de mercados. No es algo que podamos resolverlo porque no podemos inventarnos liquidez para los títulos, pero son temas regulatorios que están en discusión en todos los países. Cuando un título no marcó en los últimos seis meses, valuamos ese precio, bajo "proxis", porque ya se no tiene un precio real, ya no se tiene mercado. ¿Cuál es un proxi adecuado para un título que no marca? ¿Un proxi vale igual para un título que para un bono? No, pero, ¿cuáles son las diferencias?

Todo este trabajo, que es académico, tenemos que realizarlo y se lo está haciendo. Pero la eficiencia se da por la propia naturaleza de nuestros mercados; es una evolución.



Lo principal al inicio es nunca perder el norte, porque problemas son fáciles de encontrar todos los santos días; lo importante es no perder el norte, saber dónde debemos llegar, saber qué queremos hacer, saber que vamos a encontrar innumerables problemas. Ojalá todo el mundo nos diga cuáles son nuestros problemas. Lo importante es no perder el norte.

*ABC.- Hablemos de educación. El tema de la educación en todo lo referente a pensiones, valores y seguros es fundamental, especialmente en un país como el nuestro donde no existe una familiaridad con estos temas.*

PG.- El primer trabajo que se elaboró cuando me hice cargo de la SPVS, se refería a que el desarrollo de esta institución tiene que basarse en el cumplimiento de cuatro pilares. 1º) La transparencia en el manejo institucional. Se tiene que ser el paradigma de ésta para garantizar que la fiscalización realizada genera transparencia en los mercados que se supervisa. Si esto falla que van a pensar de la información que se provee al mercado y la transparencia de los propios funcionarios. 2º) Un personal altamente capacitado para cumplir sus obligaciones, y que esté bien pagado. 3º) El tema de la regulación y el cumplimiento de los objetivos a largo plazo, el porque de los procesos de regulación y fiscalización, y cómo realizar éstas. 4º) La educación, y lo teníamos identificado como un pilar propiamente dicho. Se sabe que en los mercados en los que estamos trabajando la mayor parte de la gente no conoce lo que es un fondo de inversión, ni siquiera lo que es una AFP; confunde el sistema antiguo con el nuevo, y sobre todo con el diseño. Como decíamos al principio, es difícil identificar diferencias por el propio diseño del sistema. Entonces, el tema de educación es fundamental.

*ABC.- ¿De quién es la función educativa?*

PG.- Del supervisor; debería ser del Estado. Sabemos, sin embargo, que el Estado tiene limitaciones fundamentales. Entonces hemos encarado el tema educativo dentro de los límites de nuestras posibilidades.

La superintendencia nace de la fusión de tres superintendencias, una de las cuales era deficitaria y recibía fondos del TGN, era la de valores. No podemos tener una relación paternalista con el Ministerio de Hacienda, no podemos estar cautivos del gobierno por un subsidio monetario porque nos quita independencia en nuestras operaciones. Entonces se planteó que lo mejor era ajustarse los cinturones. La fusión de las tres superintendencias en una sola genera un solo marco administrativo. De esta manera, por ejemplo, se ha recortado el personal en más de 30 por ciento.

Gran parte de las nuevas cosas que se han hecho, los sistemas informáticos que se están instalando, cartillas educativas y de publicidad, las hicimos con donaciones del BID, del BM, de otros países, que no son fáciles de obtener. Personalmente tengo la ventaja comparativa de haber trabajado en el BM, mis patrones durante nueve años. Gracias a

eso los he sacado relativamente rápido, porque obtener donaciones tarda unos dos años. Pero se ha logrado conseguir algún dinero, que no es fácil de desembolsar debido a los procesos burocráticos que los rigen. No obstante, estamos limitados de presupuesto en nuestra capacidad de generar campañas educativas.

Dentro de ese marco hemos logrado hacer algunas cartillas, campañas de publicidad, seminarios, por ejemplo del mercado de valores que han tenido mucho éxito, con la asistencia de cómo dos mil personas entre La Paz, Cochabamba y Santa Cruz. Y no se debe limitar ahí. Debo decir que, equivocadamente, los donantes para lo que menos dan es para este tipo de educación. Se puede conseguir dinero para imprimir cartillas; pero el momento de distribuirlas, que es lo más costoso, nadie da dinero porque es un costo operativo. Entonces qué hace uno imprimiendo si te vas a quedar con todo el material impreso debajo de la mesa.

El educar a los propios donantes sobre la importancia de la educación es un proceso, y poco a poco estamos buscando y consiguiendo algunos fondos para masificar aún más las campañas educativas. Creo que uno de los temas más fundamentales en el campo educativo es cómo se jubilan las personas, cuáles son los beneficios de la Reforma de Pensiones, sin hacer referencia a valores y seguros, que son más limitados en su impacto en cuanto a la población se refiere.

¿Cómo jubilarse? Esto abarca a las 500 mil personas afiliadas al sistema. La gente no sabe. No sabe qué es una Compensación de Cotizaciones, cómo la podría obtener, cómo se la calcula. Estamos conscientes de la importancia de la educación, pero es un problema evidentemente presupuestario que lo vamos a enfrentar. La SPVS está sosteniendo conversaciones con la cooperación sueca para lograr financiar un programa de divulgación; se está tratando de conseguir fondos extras del Banco Mundial con el mismo propósito. Evidentemente el problema de realizar una campaña masiva de educación es, para mí, uno de los pilares fundamentales para que funcione el sistema.

*ABC.- Los traspasos entre AFP deberían poderse realizar a partir de este año. Al darse ésta se podría lograr mayor información a la población acerca del Sistema de Pensiones ¿Qué se piensa en este sentido?*

PG.- No se realizará debido a la fusión del BBV y Argentina. Si se permitiese se podría tener un conflicto de intereses total. Por eso es que se ha tenido que postergar hasta que se resuelva el problema de fusión que esperamos sea durante el primer semestre de este año. Pero no necesariamente una campaña de comercialización logra dar mejor información, lo que se necesita es educación.

Si a un afiliado le regalan una pelota de fútbol para que se traspase, ¿qué educación está recibiendo sobre su pensión? Ninguna. ¿Cuál es el objetivo final de un sistema de pensiones? Una jubilación adecuada, y ¿cómo se la consigue? Mediante un manejo prudente del ahorro a largo plazo donde

*Si a un afiliado le regalan una pelota de fútbol para que se traspase, ¿qué educación está recibiendo sobre su pensión? Ninguna. ¿Cuál es el objetivo final de un sistema de pensiones? Una jubilación adecuada, y ¿cómo se la consigue? Mediante un manejo prudente del ahorro a largo plazo donde existan los mejores rendimientos dentro del marco establecido. Eso es lo que se tiene que promover. "Señor, escoja usted porque esta es una mejor inversión", y no porque vino la rubia con la minifalda.*



existan los mejores rendimientos dentro del marco establecido. Eso es lo que se tiene que promover. "Señor, escoja usted porque esta es una mejor inversión", y no porque vino la rubia con la minifalda.

El sistema de comercialización en este sentido no necesariamente es el mejor sistema educativo. Se hace evidente que existe un fondo de pensiones, pero no es la clase de educación que se quiere que las AFP impartan.

*ABC.- Claro, no es una promoción comercial la que se necesita, sino de carácter social.*

PG.- Así es. La cual las AFP no la van a hacer porque no tienen interés en ello. Además, precisamente por el diseño general de minimizar costos tienen una posición muy cómoda al respecto. Necesitamos hacer una campaña educativa con los recursos que obtengamos de donantes y de nuestro propio presupuesto. De eso estamos absolutamente conscientes, y se irá haciendo en la medida de nuestras posibilidades, porque sabemos que es fundamental ■