



# Pension Trends

23 de febrero de 2009

**Soledad Hormazábal D.**  
shormazabal@bbvaprovida.cl

## *Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.*

- *Buenas prácticas de gobierno corporativo maximizan el valor de las empresas y por lo tanto favorecen el crecimiento de la economía.*
- *Los fondos de pensiones en Chile han contribuido a incrementar el estándar de gobiernos corporativos, principalmente a través de dos mecanismos: i) el desarrollo y profundización del mercado de capitales, que ha permitido el desarrollo de una industria financiera más completa, elevando la información y limitando los costos de monitoreo; ii) defendiendo de manera directa los intereses de los accionistas minoritarios.*
- *La Reforma Previsional de 2008 avanza aún más en el manejo de problemas de conflicto de interés que se pudiesen dar entre los afiliados y los administradores de los fondos de pensiones, y al mismo tiempo flexibiliza la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones.*

## **1. Definición y relevancia de gobierno corporativo**

*Existen variadas definiciones de gobierno corporativo en la literatura. De manera general, es factible conceptualizar gobierno corporativo como el sistema de normas, prácticas y procedimientos que determinan y regulan las acciones al interior de una compañía, de manera que se establecen derechos, roles y obligaciones a los diferentes actores involucrados, como el directorio, plana administrativa y accionistas. En definitiva, el gobierno corporativo de una empresa establece la estructura y las normas que rigen o determinan la toma de decisiones y los mecanismos de control de la misma.*

*Concretamente, se contempla la estructuración de los incentivos que se establecerán a los directores y administradores, con el fin de proteger el interés de la compañía y de sus accionistas. También comprende la vigilancia y control de las decisiones y de los resultados. Así, el objetivo último de gobierno corporativo es maximizar el valor de la compañía en el largo plazo.*

*Los beneficios de un buen gobierno corporativo son amplios. Para las empresas comprende ganancias por mayor eficiencia y calidad de la gestión, se limitan riesgos, se obtiene una mejor percepción por parte del mercado, lo que eleva la confianza, todo lo cual redundará en aumentos en competitividad y un menor costo de capital, lo que a su vez incrementa el valor de la compañía. Una encuesta realizada por McKinsey el año 2002 muestra que tres de cada cuatro inversionistas está dispuesto a pagar una prima –o sobreprecio- por un buen gobierno corporativo. La prima corresponde a la diferencia de precio que el inversionista pagaría por una empresa con buen gobierno corporativo frente a otra con resultados financieros similares, pero sin un buen gobierno corporativo.*

*De manera agregada, teóricamente una economía donde los buenos gobiernos corporativos son comunes generará más valor y por tanto mayor crecimiento. En efecto, la encuesta mencionada en el párrafo anterior refleja que el premio se incrementa en los países que muestran prácticas de gobierno corporativo más deficientes, ello sería evidencia de una pérdida de valor en los mercados por esta causa.*

*Adicionalmente, Agosin y Pastén (2003) destacan que un buen gobierno corporativo es fundamental para el funcionamiento de los mercados de capitales, con lo que en última instancia, determinará las posibilidades y el grado en el que las empresas podrán financiar sus inversiones con recursos externos. En economías desarrolladas, con mercados de capitales profundos y complejos, las empresas cuentan con diversas alternativas para obtener financiamiento, sin embargo las alternativas suelen ser limitadas en los países en vías de desarrollo.*

## **2. Modelos de mercado: anglosajón vs. europeo continental**

*Con el fin de estudiar materias referidas a los gobiernos corporativos se han definido, a grandes rasgos, dos grandes formas en las que se organizan los mercados, de acuerdo a la estructura del problema de agencia que se presenta en las compañías; ello a su vez deriva en distintos modelos y requerimientos a los gobiernos corporativos de las empresas que lo conforman. El problema de agencia en la literatura económica se da cuando se establece una relación entre dos individuos –o grupos de individuos- donde uno de éstos, llamado principal, delega en el otro, conocido como agente, la realización de funciones que van en su interés o beneficio, de manera tal que el nivel de esfuerzo o diligencia que ponga el agente en sus actividades impactará en el beneficio que percibirá el principal. Esta relación se caracteriza por llevarse a cabo en un contexto de asimetría de información, donde para el principal no es posible –o es muy costoso- verificar el nivel de esfuerzo que realiza el agente en su cometido.*

*El modelo anglosajón se caracteriza por mercados conformados por compañías cuya propiedad se encuentra diluida entre un gran número de accionistas, por lo que su participación en la toma de decisiones en las empresas es muy reducida. En este modelo el agente son los administradores de la compañía, y el principal son los accionistas. Se pueden dar situaciones en los que los intereses entre ambos sean contrapuestos, ya sea por un comportamiento oportunista por parte de los ejecutivos o por un problema de acción colectiva que enfrentan los accionistas, que por definición en este modelo son un número elevado y en definitiva heterogéneo.*

*Como la administración y control está en manos de los ejecutivos, si existen situaciones en que los objetivos de éstos sean distintos a los objetivos de los accionistas, entonces se correrá el riesgo que el interés de los accionistas sea perjudicado, lo que equivale a reducir el potencial valor de la compañía en el largo plazo.*

El sistema de gobierno corporativo que se deriva de este modelo es aquel que logre evitar que, ante situaciones de conflicto de interés, los accionistas sean perjudicados.

El segundo modelo de mercado se conoce como modelo de Europa Continental y se caracteriza por presentar una elevada concentración de la propiedad de las compañías, en este caso los controladores tienen enorme injerencia en la toma de decisiones. Es frecuente observar en estos mercados que los grupos controladores tengan participación en un gran número de compañías y sectores de la economía. En este modelo el agente es el controlador y el principal es el accionista minoritario. Se podrían dar situaciones en las que en lugar de maximizar el valor de la empresa, se actúe en función de los intereses del grupo controlador.

Estos mercados, como consecuencia de la propiedad corporativa altamente concentrada, suelen presentar una escasa divulgación de información, baja participación de directores independientes, mercados financieros poco profundos y relativamente ilíquidos.

### 3. Gobierno corporativo en Chile

El mercado chileno presenta una estructura del tipo europea continental, donde es usual que las empresas sean propiedad de grandes conglomerados, con intereses en distintos sectores de la economía y controlan a la mayoría de los directores. Además, existe un número relevante de empresas familiares.

Si bien los índices de concentración difieren entre estudios, todos concluyen que la propiedad se encuentra altamente concentrada. Lefort y Walker (2000) estudian la estructura de la propiedad en Chile durante los noventa, encuentran que cerca del 70% de las empresas no financieras que se transan en bolsa pertenecen a algún conglomerado. En 1998 los cinco mayores grupos económicos controlaban el 54% del total de los activos, destacando que dicho porcentaje se fue incrementando durante el período.

Agosin y Pastén (2003) investigan las mayores 177 empresas del total de 282 que se transaban en la bolsa en 1999, encontrando que al comienzo de la década de los noventa los cinco mayores grupos económicos eran propietarios del 30% de la capitalización bursátil y tenían, en su conjunto, intereses en 301 compañías. Luego, al considerar los diez mayores grupos económicos, se observa que poseen el 90% de las acciones. Indican además, que estos altos niveles de concentración son comunes a compañías de distintos sectores económicos.

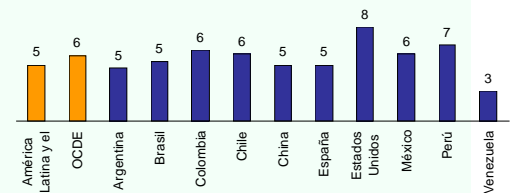
De acuerdo a McKinsey (2007) en el 75% de las empresas que se transan en bolsa, el mayor accionista mantiene más del 30% de la propiedad. Entre las empresas del índice bursátil IPSA, el grupo económico más grande concentra el 41,2% de la capitalización y entre los tres mayores accionistas mantienen el 61%. Detectan, además, que cerca del 40% de las decisiones de las compañías se toman fuera del directorio.

A pesar de la marcada concentración de la propiedad de la economía chilena, el nivel de gobierno corporativo no resulta tan desalentador. El estudio de McKinsey (2004) situaba a Chile como uno de los países en desarrollo con mayor cumplimiento de los principios de gobierno corporativos desarrollados por la OCDE, además en la opinión de inversionistas institucionales, era el país emergente con mejor nivel gobierno corporativo. La nueva medición realizada por McKinsey el 2007, muestra leves mejoras, sin embargo un retroceso en la posición relativa a otras economías.

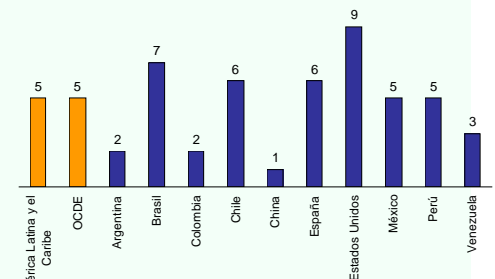
La encuesta llevada a cabo por el Banco Mundial el año 2007 "Doing Business 2008" midió el grado de protección de los inversionistas, particularmente de los minoritarios, frente a potenciales abusos por parte de los directores y administradores de las compañías. Se evaluó la transparencia de las transacciones, la responsabilidad de los directores en la autocontratación y la capacidad que tienen los accionistas de llevar a juicio a los directores y administradores. Como se ve en los gráficos, Chile obtiene un puntaje general de seis de un máximo de diez, situándose sobre el promedio de los países de América Latina y el Caribe. En cuanto a divulgación de la información y responsabilidad de los directores, Chile supera al promedio de los países de la OCDE. Sin embargo, obtiene un bajo puntaje relativo en la capacidad de los accionistas de entablar demandas.

Existen dos particularidades de corte institucional que limitan de manera importante la ocurrencia de conflictos de interés en el mercado chileno. En primer lugar, la crisis del año 1982 puso de manifiesto los enormes costos que conlleva la insuficiencia de regulación en el mercado financiero, particularmente en el contexto de una economía altamente concentrada, donde además los grandes grupos económicos tienen participación en los bancos. Una de las consecuencias de la crisis en Chile fue el establecimiento de un riguroso sistema regulatorio para las instituciones bancarias y

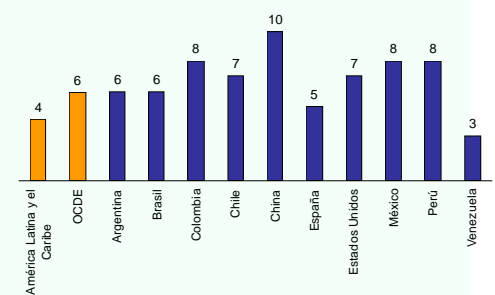
Encuesta Banco Mundial 2008: Protección al Inversionista



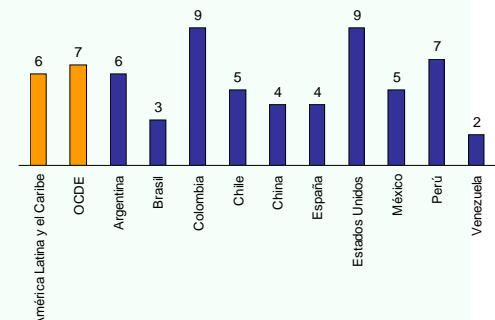
Índice de Responsabilidad de los Directores



Índice de Divulgación de la Información



Índice de Presentación de Demandas de los Accionistas



Fuente: Banco Mundial (2008).

financieras, cuya fiscalización y vigilancia se encarga a organismos de alto nivel técnico, La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). En efecto, a pesar que Chile es una economía en desarrollo, con mercados de capitales y financieros relativamente poco profundos, cuenta con una sofisticada normativa de regulación bancaria y financiera. Por ejemplo, los bancos están impedidos de realizar préstamos a empresas relacionadas, los activos y pasivos en moneda extranjera deben estar calzados, deben contar con provisiones adecuadas para préstamos de mala calidad, además el regulador evalúa periódicamente la calidad de sus carteras y tiene la facultad de obligar a que los bancos incrementen sus reservas si lo consideran necesario (Agosin y Pastén, 2003).

En segundo lugar, en Chile existen inversionistas institucionales importantes y bien desarrollados: las AFPs, lo cual no es una característica común en mercados de capitales de países en desarrollo.

#### **4. Aporte de las AFPs al gobierno corporativo en el mercado chileno**

##### *4.1. AFPs, mercados de capitales y protección de accionistas minoritarios*

El efecto del sistema de capitalización individual sobre el gobierno corporativo en el mercado chileno ha sido positivo y se ha materializado a través de dos canales: el desarrollo y profundización del mercado de capitales y la protección directa de los accionistas minoritarios que han realizado las AFPs.

En efecto, los fondos de pensiones han contribuido de manera muy importante a la profundización del mercado de capitales chileno (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003); aportando un cuantioso volumen de recursos, que el año 2007 correspondió al 63,8% del PIB, de los cuales cerca de dos tercios estaban invertidos en el mercado nacional. Este reconocido e importante aporte a la economía chilena en general y particularmente al mercado de capitales, ha tenido un efecto positivo en el gobierno corporativo del mercado nacional. El aumento de los volúmenes de transacción ha permitido que se aprovechen economías de escala, surgiendo una industria financiera cada vez más completa, lo que ha permitido incrementar la información y reducir los costos de monitoreo.

De manera directa, las AFPs en representación de los fondos que administran, han contribuido a propiciar mejoras en los gobiernos corporativos de las compañías chilenas, defendiendo los intereses de los accionistas minoritarios.

Si bien las AFPs manejan grandes sumas de recursos, debido a la regulación, toman el papel de accionistas minoritarios ante los grupos controladores de las empresas donde han invertido los recursos. Lo que se explica por la regulación que limita la participación de las AFPs en las compañías, impidiéndoles participar directamente en la administración de las empresas en las que han invertido. Sus posibilidades de plantear opiniones e intereses se reducen a la participación en las Juntas de Accionistas y mediante la elección de algunos directores independientes. De esta manera, en el mercado de capitales chileno las AFPs son el principal accionista minoritario, con la particularidad de ser actores informados, poderosos y cuyas acciones tienen alta visibilidad.

Se ha observado que las AFPs contribuyen a elegir una fracción importante de los directores independientes en las compañías chilenas, porcentaje que se ha ido incrementando conforme aumentan los recursos invertidos. De acuerdo a Iglesias-Palau (2000) en 1998 el 10% de los directores de compañías habían sido elegidos con la votación de las AFPs<sup>1</sup>, datos de 2007 indican que dicho porcentaje se ubicaba en 16%.

Se debe destacar que, debido a la obligación de cotizar para los trabajadores chilenos, el sistema de pensiones ha logrado que el público preste atención al mercado de capitales, cuya participación previa a la implementación del sistema de capitalización individual estaba reservada a una pequeñísima proporción de la población. Por el contrario, se puede argumentar que actualmente prácticamente la totalidad de la población en edad de trabajar, a través de su participación en cuotas de los fondos de pensiones, tiene –o debería tener– interés en el funcionamiento del mercado de capitales. Ello ha elevado la transparencia y disposición de información del mercado, además de proveer a las AFPs de un poderoso instrumento: voz para plantear objeciones cuando ocurren extracciones de renta, que si bien son infrecuentes, si no existiera un actor informado al que el público le presta atención, quizá pasarían desapercibidas (ver recuadro I).

---

<sup>1</sup> Las AFPs están obligadas a votar por directores independientes.

## Recuadro I<sup>1</sup>

### El caso Chispas

Uno de los casos emblemáticos en los que se pudo observar la defensa que hicieron las AFPs de los intereses de los accionistas minoritarios fue el caso que se conoció popularmente como *‘caso Chispas’*.

En 1997, el holding eléctrico más grande Enersis de Chile se vendió en circunstancias irregulares a Endesa España, empresa de propiedad española que operaba en el mismo sector.

Enersis era originalmente una empresa pública: Chilectra Metropolitana, que fue privatizada a fines de la década de los ochenta, con el mecanismo que se conoció como “capitalismo popular”, según el cual los trabajadores y administradores podían adquirir acciones de la misma. El gerente general de la empresa estatal se transformó, mediante este mecanismo, en el principal poseedor de las acciones de la empresa privatizada. Posteriormente se realizaron reestructuraciones e inversiones que transformaron a Enersis en un holding. El conglomerado fue creciendo y adquirió el control de la principal empresa generadora de electricidad: Endesa Chile. Las distintas inversiones de Enersis le significaron aumentar en 50 veces su valor, transformándose en uno de los principales conglomerados de América Latina, con intereses en Chile, Argentina, Perú, Brasil y Colombia.

Cuando Endesa España hizo la oferta de compra, varias AFPs tenían una importante participación en acciones de Enersis. Sin embargo, el poder de las AFPs en la empresa era mínimo. Cada Chispa –empresa más pequeña que formaba parte de Enersis– tenía dos clases de acciones: A y B. Las acciones tipo A tenían derecho a mayores dividendos, pero no tenían derecho a voto. Por lo tanto, Enersis estaba realmente controlada por los propietarios de las acciones tipo B, a pesar que sólo representaban el 0,06% de la compañía.

Endesa España negoció directamente con los controladores e hizo una OPA para las acciones tipo A y B, en la que se ofrecía pagar un precio 840 veces mayor por las acciones tipo B (se ofreció \$220 por las acciones tipo A y \$185 000 por las tipo B). Además, Endesa España le otorgó a los tenedores de las acciones tipo B la posibilidad de comprar a un precio preferencial sus propias acciones y les aseguraba que se les mantendría como administradores de Enersis por al menos cinco años.

Los pequeños accionistas individuales –en su mayoría antiguos empleados de Chilectra Metropolitana– estaban entusiasmado con la oferta realizada por Endesa España, considerando que el precio de la acción se había multiplicado varias veces en sólo diez años. Sin embargo, las AFPs que tienen mayor conocimiento e información protestaron por la operación, ya que consideraban que los beneficios para los propietarios estaban siendo muy desigualmente distribuidos. Además las AFPs argumentaron que existían incentivos para acciones perjudiciales contra los accionistas minoritarios que no aceptarían la oferta por las acciones tipo A.

Las AFPs tuvieron éxito en el veto a la OPA, y eventualmente la operación fue revocada por las cortes chilenas. En 1999 Endesa España logró finalmente adquirir Enersis, pero los antiguos controladores fueron legalmente excluidos.

<sup>1</sup> Basado en Agosin y Pastén (2003). Traducción propia.

### 4.2. Gobierno corporativo en el sistema de AFPs, inversiones y conflicto de interés

Existe otro aspecto que involucra a las AFP en el que se dan conflictos de interés, para el cuál también es deseable que exista una sólida estructura de gobierno corporativo. Este potencial conflicto se observaría entre la AFP y sus ejecutivos, los que en esta oportunidad toman el rol de agente, y los afiliados –que son los dueños últimos de los fondos de pensiones, por lo que su interés está en la maximización de la rentabilidad esperada del fondo– quienes tomarán el papel de principales. Es posible pensar que se presenten situaciones en las que los intereses de las AFPs y sus administradores podrían estar en contraposición a los intereses de los afiliados. Ello se debe a que existe una marcada asimetría de información entre ambos, ya que las AFPs tienen conocimientos ampliamente superiores relativos a finanzas, mercados, instrumentos, entre otros. La regulación a las inversiones de las AFPs surge precisamente a raíz de este conflicto de interés. De manera más específica, entre los objetivos puntuales del regulador se encuentra el impedir que las AFPs extraigan rentas de las compañías en las que inviertan los recursos del fondo de pensiones, que financien en condiciones favorables a empresas filiales o relacionadas, o que expongan a niveles indeseables de riesgo a sus afiliados.

De esta manera la legislación chilena establece una serie de normas a las inversiones de las AFPs con el objetivo de proteger a los afiliados. La reforma al sistema previsional

llevada a cabo en 2008, introduce una serie de cambios a la institucionalidad pública y a la normativa de control y regulación de las inversiones de los fondos de pensiones, reforzando aspectos relacionados al gobierno corporativo del sistema<sup>2</sup>.

En cuanto a la institucionalidad pública, la reforma mantiene las labores de supervigilancia y fiscalización del sistema, la potestad de dictar normas y sanciones a la Superintendencia de Pensiones (sucesora legal de la Superintendencia de AFP). La ley indica que se encuentra absolutamente prohibido que los funcionarios de cualquier institución pública ligada al Sistema divulguen o utilicen información a la que tenga acceso en el desarrollo de sus funciones.

La ley, de manera explícita, indica que las inversiones que “se efectúen con los recursos de un fondo de pensiones tendrán como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda dar a tales inversiones se considerará contrario a los intereses de los afiliados y constituirá un incumplimiento grave de las obligaciones de las administradoras”<sup>3</sup>. Por lo tanto, existe la figura y una penalización al conflicto de interés.

Se prohíbe de manera específica que los fondos de pensiones sean invertidos -directa o indirectamente- en acciones de AFP, compañías de seguros, de administradoras de fondos mutuos y de fondos de inversión, de bolsa de valores, de corredoras de bolsa, de sociedades de asesores financieros, de sociedades administradoras de carteras de recursos previsionales, ni en sociedades deportivas, educacionales y de beneficencia que se encuentran eximidas de proveer información.

Con el objetivo de alinear los incentivos de las AFPs con los de los afiliados se estipula que el encaje –que representa la mayor parte del patrimonio de las AFPs, por lo que incide directamente en los resultados de las Administradoras- de cada tipo de fondo debe replicar la cartera de éste. De esta manera, las AFPs comparten con sus afiliados el interés en obtener los más altos retornos posibles con un nivel de riesgo adecuado en cada uno de los fondos que administra.

El cargo de director de una AFP no es compatible con el de ejecutivo o director de un banco o de alguna institución financiera, bolsa de comercio, agencias securitizadoras, administradoras de fondos de inversión o de fondos mutuos, compañías de seguros u otra AFP.

Se encuentra expresamente prohibido el uso o difusión de información privilegiada, quién faltase a esta prohibición recibiría pena de presidio y sería civilmente responsable del perjuicio económico que ocasionase.

A su vez, la AFP es la responsable encontrándose obligada a compensar al fondo por el perjuicio directo que le pudiese ocasionar cualquiera de sus directores, empleados o personas que le prestasen servicios, como resultado de su desempeño o falla en el comportamiento que la ley estipula.

La reforma de 2008 mantiene las normas recientemente señaladas que regulaban los conflictos de interés y agrega nuevas estipulaciones. Por ejemplo, ahora se encuentra totalmente prohibida la inversión –ya sea directa o indirecta- de los recursos del fondo de pensiones en títulos emitidos o garantizados por la AFP respectiva, ni tampoco en instrumentos que sean emitidos o garantizados por personas relacionadas a esa Administradora. Además, se establece la separación de funciones comerciales entre la AFP y las que puedan desarrollar las entidades de su Grupo Empresarial.

Se introducen importantes cambios en materia de regulación y control de las inversiones de los fondos de pensiones, así como también una serie de especificaciones que apuntan de manera explícita al conflicto de interés.

Previo a la reforma, las AFPs sólo podían invertir en instrumentos financieros autorizados expresamente por la legislación, los que en muchos casos también debían ser previamente aprobados por la Comisión Calificadora de Riesgos. Además, la ley estipulaba, para cada tipo de fondo, límites máximos de inversión para cada instrumento financiero de entre los que estaba permitido invertir, existiendo más de 60 límites de inversión específicos que debían ser respetados en todo momento.

Adicionalmente, cada tipo de fondo tenía definido un piso mínimo al retorno real anual, para asegurar este requerimiento existía una “reserva de fluctuación de rentabilidad”

<sup>2</sup> Para conocer el detalle de la Reforma Previsional de 2008, ver Ley 20.255.

<sup>3</sup> Decreto Ley N°3.500

y un “encaje” que las administradoras debían mantener y usar para compensar al fondo si la rentabilidad era inferior al piso establecido.

La reforma a través de la ley N° 20.255, indica que se mantendrá en la ley sólo una estructura esencial, simplificada, de elegibilidad de instrumentos y límites de inversión, delegando el detalle más preciso de la regulación al Poder Ejecutivo, a través del Régimen de Inversión (RI).

El RI regulará las inversiones, directas e indirectas, estipulando diversas especificaciones según sea requerido, por ejemplo contendrá metodologías de cálculo, valores límites máximos, tipos de operaciones permitidas, grados de liquidez de los instrumentos, mecanismos y plazos para la eliminación de los excesos de inversión que se pudieran producir, entre otros.

Destaca que los límites de inversión se podrán diferenciar en función de la clasificación de riesgo del instrumento, la concentración de la propiedad accionaria, la diversificación de la cartera de inversión, años de operación del emisor, cumplimiento o incumplimiento de requisitos de inversión, valor del fondo de pensión y del instrumento derivado.

La reforma estipula la posibilidad de efectuar supervisión basada en el riesgo, es decir el RI podría autorizar la regulación de la inversión de los fondos de pensiones en función de la medición del riesgo de las carteras de inversión.

Se contempla la creación de un Consejo Técnico de Inversiones (CTI), de carácter permanente, que asesorará al Ejecutivo en materias de inversión de los fondos de pensiones, con el objeto de procurar el logro de una adecuada rentabilidad y riesgo. Específicamente, entre las funciones del CTI se encuentra el pronunciarse sobre el contenido del RI; sobre las modificaciones que la SP proponga a dicho régimen; emitir opinión técnica en todas las materias relativas a inversiones de los fondos de pensiones y en especial respecto de la estructura de los límites de inversión, recomendando, si fuese necesario, sus modificaciones; efectuar propuestas e informes al RI si se estimase necesario; entre otras.

Los miembros del CTI no podrán ser gerentes, administradores o directores de una AFP, ni de alguna de las entidades del grupo empresarial al que aquella pertenezca, mientras ejerzan su cargo en el Consejo. Se recalca que a los miembros del CTI se les prohíbe usar, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, la información a que tengan acceso en el desempeño de sus funciones, en tanto no sea divulgada al público. La infracción a esta disposición será sancionada con pena de presidio e inhabilitación para cargos y oficios públicos por el tiempo de la condena.

Los miembros del CTI deberán inhabilitarse cuando en alguna sesión se traten o resuelvan asuntos que los involucren o materias en que puedan tener interés.

La reforma también considera la eliminación o flexibilización de algunas regulaciones, por ejemplo:

- Se establecen menores requisitos de rentabilidad mínima.
- Se elimina la reserva de fluctuación de rentabilidad.
- Se amplía gradualmente el límite a inversiones en el extranjero, pudiendo llegar a 80%, para el fondo tipo A.
- Se autorizan operaciones con instrumentos derivados.
- Se establecen mayores holguras para tener inversiones en moneda extranjera sin cobertura cambiaria.
- Se elimina el límite de las operaciones de cobertura de riesgo.

La mayor flexibilidad que se otorga en materia de inversiones, responde a la constatación de la existencia de un trade-off entre regulación estricta –que otorgaría mayor seguridad y la rentabilidad. En efecto, se reconoce que el mercado financiero es de gran complejidad y constante innovación, donde además la rapidez de respuesta es fundamental en el objetivo de maximizar el desempeño, tanto en términos de riesgo como de rentabilidad. Por ello se estipuló una estructura regulatoria más liviana y flexible, que sea capaz de resolver con rapidez, al tiempo que protege el funcionamiento del sistema y garantiza un adecuado nivel de riesgo para los afiliados.

*La reforma estipula que el directorio de la AFP deberá establecer formalmente sus políticas de inversión para cada uno de los tipos de fondos que administra, y tendrán que informar al ente regulador y al público los lineamientos de estas políticas.*

*Además, deberán contar con una política de solución de conflictos de interés, la que será aprobada por el directorio de la AFP. La política de solución de conflictos de interés será de carácter público, debiendo referirse al menos a las siguientes materias:*

- *Procedimientos y normas de control interno que aseguren un adecuado manejo y solución de los conflictos de interés que puedan afectar a los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales de la AFP.*
- *Confidencialidad y manejo de información privilegiada.*
- *Requisitos y procedimientos para la elección de candidatos a director en las sociedades anónimas en que se invierten los recursos de los Fondos de Pensiones.*

*El incumplimiento por parte de la AFP de la política de inversión o de la política de solución de conflictos de intereses que haya definido su directorio, será difundido por la SP y sancionado.*

*Se indica también que las AFP deberán constituir en sus directorios un Comité de Inversión y de Solución de Conflictos de Interés, cuyas funciones y atribuciones serán las siguientes:*

- *Supervisar el cumplimiento de las políticas de inversión elaboradas y aprobadas por el directorio, las que deberán ser compatibles con lo establecido en las políticas de solución de conflictos de interés, y supervisar el cumplimiento de los límites de inversión de los fondos de pensiones establecidos en la ley o en el RI.*
- *Revisar los objetivos, las políticas y los procedimientos para la administración del riesgo de las inversiones de los fondos de pensiones.*
- *Examinar los antecedentes relativos a las operaciones de los fondos de pensiones con instrumentos derivados y títulos extranjeros.*
- *Elaborar la política de solución de conflictos de interés y proponerla al directorio de la AFP para su aprobación, la que sólo podrá ser rechazada de manera fundada con el voto favorable de la mayoría de sus integrantes.*
- *Supervisar el adecuado cumplimiento de la política de solución de conflictos de intereses.*
- *Enviar un informe anual al directorio sobre las materias antes referidas, el cual deberá contener una evaluación de la aplicación y cumplimiento de las políticas de inversión y solución de conflictos de interés. Una copia de este informe deberá remitirse a la SP.*

*El Comité de Inversión y de Solución de Conflictos de Interés deberá estar integrado por tres directores de la AFP, dos de los cuales deberán tener el carácter de autónomo designados en su caso por el directorio, el que además determinará quién lo presidirá.*

*En el proceso de discusión de la reforma se evaluó autorizar el ingreso de los bancos a la industria de AFP, con el fin de incrementar la competencia en el sistema. Finalmente se optó por mantener el requisito de giro único para las administradoras de fondos previsionales. Entre los argumentos que pesaron para no permitir la entrada de la banca a la industria de AFP fueron la eventual concurrencia de conflictos de interés en la administración de los fondos.*

*Las principales aprehensiones en cuanto a problemas de conflicto de interés que podrían tener los bancos que tengan una AFP como filial son:*

- *Los bancos ofrecen múltiples productos enfocados en el consumo presente, la preferencia por éste en perjuicio del consumo futuro, podría llevar al banco a realizar ventas atadas que sacrifiquen la rentabilidad de los ahorros, y por ende la pensión futura.*



- *Si los bancos tuviesen una filial AFP, se transformarían en oferentes y demandantes de instrumentos financieros.*
- *Los bancos intermedian en el mercado financiero por cuenta propia, las AFP intermedian por cuenta de terceros. Si banco y AFP son una misma empresa, podrían ser seleccionadas las mejores inversiones para el banco en desmedro de los fondos de pensiones.*

## 5. Conclusiones

*Las buenas prácticas de gobierno corporativo tienen enormes beneficios para las empresas y también para la economía en su conjunto. Las empresas que adoptan dichas prácticas incrementan su eficiencia, reducen costos, limitan el riesgo y se legitiman ante la sociedad y los mercados; todos estos efectos positivos redundan en incrementos en la competitividad y en reducción del costo de capital, lo que finalmente elevará el valor de las compañías y, por lo tanto, se favorecerá el crecimiento económico.*

*Adicionalmente, se ha destacado que para las economías en desarrollo los potenciales beneficios de contar con un buen nivel de gobierno corporativo son aún mayores. Típicamente, las economías en desarrollo no cuentan con mercados de capitales lo suficientemente profundos, ni lo suficientemente desarrollados, lo que limita y encarece el crédito a las empresas que operan en él. Las buenas prácticas de gobierno corporativo determinarán las posibilidades y el grado en que las empresas podrán obtener financiamiento externo.*

*El sistema de capitalización individual instaurado en Chile hace más de 25 años ha contribuido a incrementar el estándar de gobierno corporativo en el mercado nacional, principalmente a través de dos mecanismos:*

- *El desarrollo y profundización del mercado de capitales. Los fondos de pensiones han incorporado enormes volúmenes de recursos al mercado de capitales chileno, el año 2007 mantenían invertidos en el mercado nacional recursos equivalentes al 40% del PIB de ese año. El aumento en los volúmenes de transacción ha sofisticado el mercado y además, ha permitido aprovechar economías de escala, surgiendo una industria financiera cada vez más completa, lo cual ha incrementado la información y reducido los costos de monitoreo.*
- *Defendiendo de manera directa los intereses de los accionistas minoritarios. Las AFP, debido a la regulación, toman el papel de accionistas minoritarios ante los grupos controladores de las empresas en las que han invertido los fondos de pensiones. De esta manera, las AFP contribuyen a elegir una fracción importante de los directores independientes. Al ser actores informados y visibles han podido impedir extracciones de renta, que aunque son infrecuentes, podrían pasar desapercibidas.*

*La Reforma Previsional de 2008 tiene la particularidad de incrementar el control y prevención de los eventuales conflictos de interés que se podrían dar entre los afiliados y las AFP, y al mismo tiempo, flexibiliza la regulación de las inversiones de los fondos de pensiones.*

*La mayor flexibilidad que se otorga al manejo de las inversiones de los fondos de pensiones, responde a la existencia de un trade-off entre regulación estricta de las inversiones – que otorgaría más seguridad- y la mayor rentabilidad que permite alcanzar un manejo más flexible de los fondos. Sin embargo, dado que los fondos manejados constituyen el ahorro previsional de los trabajadores chilenos, es fundamental mantener niveles de riesgo prudentes. Por esto, la reforma contempla la creación de instituciones livianas y flexibles de control de las inversiones, estipula incompatibilidades, establece mecanismos de control internos en las AFP de carácter obligatorio que son fiscalizados y supervisados por la Superintendencia del ramo, entre otros.*

## 6. Referencias

*Agosin, M. y Pastén, E. “Corporate Governance in Chile” (2003). Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile. N°209. Working Paper.*

*Corbo, V. y Schmidt-Hebbel, K. “Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile” (2003). Working Paper.*

*Decreto Ley 3.500. República de Chile.*

*Iglesias-Palau, A. "Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile" (2000). Revista ABANTE, Vol. 3, N°1.*

*Lefort, F. "La Contribución de las Administradoras de Fondos de Pensiones al Gobierno Societario de las Empresas Chilenas" (2007).*

*Lefort, F. y Walker, E. "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypotheses for Governance" (2000). Revista ABANTE, Vol. 3, N°1.*

*Lefort, F. y Walker, E. "Pension Reform and Capital Markets: Are There Any (Hard) Links?" (2002). Social Protection Discussion Paper Series, World Bank.*

*Ley 20.255. República de Chile.*

*Linnerberg, D. y Waitzer, E. "Corporate Governance Reforms in Chile" (2004). The Corporate Governance Advisor, Volumen 12, Number1.*

*McKinsey. "Global Investor Survey on Corporate Governance" (2002).*

*McKinsey. "Potenciar el Gobierno Corporativo de las Empresas en Chile: Una oportunidad para crear valor sostenible con una perspectiva de largo plazo" (2004).*

*McKinsey e Icare. "Potenciando el Gobierno Corporativo de las Empresas en Chile" (2007).*

*OECD. "White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina" (2004).*

*OECD. "Country Report: The Role of Institutional Investors in Promoting Corporate Governance in Chile" (2007). The 2007 Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable.*