

UN MAPA PARA ANALIZAR LA REFORMA AL MERCADO DE CAPITALES

- Hay buenas razones para perfeccionar las leyes del mercado de capitales y de la previsión. Actualmente existen problemas en los límites de inversión de los Fondos de Pensiones, en el sistema de clasificación de riesgo y en la actividad de corretaje de seguros de renta vitalicia previsional.
- El proyecto de reforma del Mercado de Capitales que está siendo actualmente analizado en el Congreso representa una resolución del conflicto al interior de la Concertación respecto del sistema de AFP en favor de un punto de vista técnico.
- El proyecto tiene una serie de aspectos positivos y otros en que peca por omisión. Respecto de los segundos, destacan la omisión de un aumento paulatino del porcentaje de inversiones en el exterior a 30% y la continuidad de las facultades excesivas del Banco Central en cuanto a determinación de límites.
- La falla más grave del proyecto es la facultad de intervención de las AFPs que se propone.
- Respecto de las responsabilidades especiales para "directores especiales" en la AFP es útil distinguir dos aspectos: a) Obliga a la existencia de directores especiales en las AFPs. Estos son directores que no tienen otra relación con los controladores de la AFP que su calidad de director; y b) Impone responsabilidades especiales a estos directores. Técnicamente es aceptable el primero y negativo el grueso del segundo.
- Respecto de los incentivos a la toma de riesgo se abandonan los mecanismos vigentes en favor de otros nuevos, pero no se perfeccionan algunos de los que pasarán a ser protagónicos.

1. Necesidad del proyecto de reforma al mercado de capitales

- 1 Existe una serie de problemas con la normativa vigente de límites de inversión para los Fondos de Pensiones (FP):
 - 2 Los límites de inversión están quedando estrechos, por lo que se prevé una compra masiva de depósitos a plazo —de baja rentabilidad— en los próximos años en ausencia de una expansión de límites.
 - 3 Los bonos de proyectos sin historia, ligados a las futuras concesiones de Obras Públicas y a otros proyectos nuevos puramente privados, no pueden ser adquiridos actualmente por los FP. Esto limita la proyección práctica de la nueva Ley de Concesiones de Obras Públicas.
 - 4 Cuando los operadores sospechan que una acción se declarará "afepeable", es decir adquirible por los FP, su precio sube antes de que éstos compren, generando transferencias de riqueza en contra de los afiliados.
 - 5 Algunos límites de inversión están causando situaciones perversas, tales como una excesiva filialización de empresas y la piramidación de empresas *holdings*, ya que así se accede a más financiamiento de las AFPs.
 - 6 Algunos instrumentos de inversión extremadamente valiosos para los afiliados están prohibidos a los FP, como las acciones de empresas extranjeras por ejemplo. Otros instrumentos de inversión prohibidos, tales como los bonos de reconocimiento, no tienen la liquidez que deberían en el mercado secundario, perjudicando sólo a los que jubilan anticipadamente.
 - 7 La estructura de límites introducida en 1987 tuvo el efecto de ser más estrecha para los FP más grandes, en el sentido de elevar el riesgo que debían asumir para aumentar la rentabilidad en un punto.¹ Si esta situación se mantiene, tendrá grandes costos para la mayoría de los afiliados que están en FP grandes, sin producir los efectos buscados en cuanto a desconcentrar el mercado de las AFPs, excepto en el muy largo plazo.

¹ Véase tesis de Ingeniero Comercial de Fernando Zúñiga, Instituto de Economía Pontificia Universidad Católica de Chile, enero 1992.

8 Las restricciones a la estructura de la cartera son extremadamente relajadas para los FP pequeños. Por ejemplo, ellos están hoy autorizados para invertir el 28% del fondo en apenas cuatro acciones del mismo sector productivo, y el resto en bonos C.

9 Los límites de inversión aplicables a las Compañías de Seguros de Vida son más restrictivos que lo necesario. Por ejemplo, las CSV no están autorizadas para invertir en el extranjero.

*Existen problemas con el sistema de clasificación de riesgo vigente.

10 La industria privada de clasificación de riesgos no puede tener socios empresas, que aporten tecnología y capital.

11 Hoy día los emisores no pueden decidir postular sus bonos y acciones para que sean "afepeables" sin obtener el acuerdo de la Comisión Clasificadora de Riesgo, cuerpo integrado por las autoridades y la Asociación de AFPs.

*Existen algunos problemas graves de conflictos de intereses, que deben ser prevenidos para evitar abusos, escándalos y un desprestigio de la administración privada de los fondos.

12 Algunas AFPs manejan las inversiones de su FP en forma coordinada con una Compañía de Seguros de Vida (CSV) relacionada, a través de una misma mesa de dinero y con los mismos ejecutivos. Cuando llega el momento de asignar los mejores negocios entre el FP y la CSV, existe un fuerte incentivo a asignar las mejores a la CSV (inversión a nombre propio) por sobre el FP (a nombre de terceros). Esto ocurre porque los afiliados no reaccionan violentamente frente a diferencias pequeñas de rentabilidad y tampoco tienen información para descontar las diferencias de riesgo.

13 La mayoría de las AFPs maneja su encaje (un activo de propiedad de la AFP) en forma conjunta con el FP. Nuevamente existe un incentivo a favorecer las inversiones propias por sobre las de terceros.

14 Si bien en la ley vigente hay normas generales que obligan a la AFP a actuar como fiduciario responsable, es muy difícil configurar pruebas en un tribunal porque la ley no define delitos específicos en esta materia. Hasta ahora jamás se ha iniciado un juicio en este tema, a pesar de que se han detectado prácticas "riesgosas" por este problema. Existen conflictos similares con la administración por terceros de ahorros voluntarios.

1 5 El desarrollo de los Fondos de Inversión ha estado limitado por normas poco prácticas de control de los accionistas sobre el administrador, y por exigencias excesivas de diversificación de accionistas (no más de 10% cada uno).

*Existen problemas de desinformación en la actividad de corretaje de seguros de renta vitalicia previsional.

1 6 En la actualidad muchos corredores de rentas vitalicias se presentan como consejeros independientes del afiliado que desea pensionarse, en circunstancias de que casi toda su intermediación anual ocurre con una sola Compañía de Seguros de Vida. En estos casos es en realidad un agente cautivo de una sola CSV que esconde al afiliado su calidad de tal.

En resumen, hay buenas razones para proceder a perfeccionar la legislación previsional y del mercado de capitales.

2. Marco político del proyecto

1 7 Este proyecto representa una resolución del conflicto al interior de la Concertación respecto del sistema de AFP, en favor de un punto de vista técnico. Para verificar esto conviene revisar la historia reciente.

Antecedentes políticos:

1 8 Hace 6 meses, Manuel Bustos, presidente de la Central Unitaria de Trabajadores (CUT), declaró que se requiere una AFP estatal (9 octubre 1992, *El Diario*). Anteriormente la CUT declaró que el sistema de pensiones no responde a los postulados de la seguridad social. (15 noviembre 1990).

Respecto de la votación en Juntas de Accionistas:

1 9 Hace 2 años y medio, Julio Bustamante declaraba que "se debe estudiar el control que las AFPs están teniendo en actividades claves; se deben buscar mecanismos que permitan eliminar esta situación". (19 noviembre 1990, *El Mercurio*).

2 0 En noviembre de 1990, Hugo Lavados declaraba que "los directores de S. A. sean de confianza de las AFPs no equivale a que sean idóneos". (2 de noviembre 1990, *El Diario*).

2.1 El Partido Por la Democracia (PPD) ha pedido públicamente que los afiliados voten en las Juntas de Accionistas de empresas en que los FP tienen acciones.

Balance político del proyecto

2.2 El Gobierno ha presentado un proyecto que ofrece soluciones en el plano técnico a los problemas vigentes hoy en las materias indicadas. En el plano político el Gobierno ha zanjado la discusión al interior de la Concertación en relación a la votación de las AFPs en Juntas de Accionistas de empresas. Para zanjarla, el proyecto toma una posición relativamente agresiva en el tema de los conflictos de interés, y propone nuevas regulaciones no sólo en relación a los directores de empresas por los que las AFPs pueden votar, sino también en relación a los directores en las propias AFPs (que por ley deben ser sociedades anónimas).

Sin embargo, mantiene la obligación de cada AFP de votar por directores en las sociedades donde su FP tiene acciones, reafirmando una postura importante del gobierno anterior.

2.3 En este punto se debe recordar que el Ejecutivo envía proyectos al Congreso contando con que éstos serán negociados en algún grado con la oposición.

Un aspecto disonante

2.4 Llama la atención que en el proyecto se incluya también una propuesta que faculta al Superintendente de AFP para intervenir a las AFPs. Esta dramática medida ha sido planteada sin justificación detallada —proporcional a su envergadura— y su texto es extremadamente breve (en comparación a los extensos condicionamientos que la intervención de bancos tiene en la Ley de Bancos, la Ley Orgánica de la Superintendencia de Bancos y la Ley Orgánica del Banco Central). Esta propuesta es disonante con el tono del resto del proyecto, y no parece sujetarse al balance político descrito.

Sin embargo, es claro que el proyecto es básicamente técnico y sólo está sazonado por un mayor activismo en materia de directores. Esto no ha sido reconocido, por lo que se ha perdido perspectiva en algunas críticas al proyecto.

3. Una evaluación técnica del proyecto

25 En el plano técnico el proyecto tiene una serie de aspectos positivos, y otros en que peca por omisión. Respecto de los segundos, destacan la postergación de un aumento paulatino del porcentaje de inversiones en el exterior a 30% (a lo largo de 10 años) y la continuación de las facultades excesivas del Banco Central en cuanto a determinación de límites. Sin embargo, parece de mayor interés indicar la fallas técnicas más destacadas del proyecto.

a) La falla más grave: la intervención de las AFPs

26 Se ha intentado justificar esta propuesta por analogía entre la garantía de rentabilidad mínima y la garantía estatal a los depósitos bancarios a los que les faltan menos de diez días para el vencimiento. La analogía no corresponde porque el DL 3.500 contiene un mecanismo muy ágil de ejecución de la garantía, y de su reposición en el plazo de 15 días. Esto hace muy difícil que el Fisco pague, como lo demuestra el hecho de que nunca ha pagado por esta garantía en los últimos doce años, a pesar de las crisis económicas y de la insolvencia de algunas AFPs. En el caso bancario es imposible obtener esa agilidad, lo que obliga a una regulación de otro estilo.

En todo caso, varios especialistas en temas bancarios han cuestionado la posibilidad de intervención de los bancos, dados los nuevos mecanismos de manejo de insolvencias bancarias introducidos en la ley de 1986. Esto también pone en duda la analogía mencionada.

Sin embargo, un análisis detallado de la ley vigente revela que no hay suficiente claridad en algunos aspectos de la norma de rentabilidad mínima. Por ejemplo, no se aclara que el uso del encaje se debe acreditar a la rentabilidad del último mes (y no de otros, para evitar un doble cobro). Tampoco se provee un mecanismo de canje de cartera para efectos de la transferencia de afiliados a otras AFPs, que evite una venta masiva de títulos que sean recomprados por otras AFPs. Tal compra masiva puede provocar oscilaciones de precios que perjudiquen a algunos afiliados, y puede significar fuertes comisiones de bolsa. Otros aspectos asociados al término de la autorización de existencia de las AFPs también pueden ser perfeccionados.

b) Responsabilidades específicas para Directores Especiales en las AFPs

27 Es esencial distinguir dos aspectos en este punto:

i) Obliga a la existencia de directores especiales en las AFPs. Estos son directores que no tienen otra relación con los controladores de la AFP que su calidad de directores, e

ii) impone responsabilidades especiales a estos directores.

Técnicamente es aceptable el primero y negativo el grueso del segundo.

28 ¿Por qué la existencia de directores especiales en las AFPs no es grave? La mejor práctica de la industria ya consiste en eso. Este tipo de directores han existido desde 1981 en Provida, Santa María, Habitat, Summa y otras. Que esta práctica se extienda a las demás no puede ser grave.

29 ¿Por qué la existencia de directores especiales en las AFPs es conveniente? Esta práctica se adopta por la concurrencia de dos factores: Primero, la independencia de un director de los controladores está altamente correlacionada con un gran prestigio personal. Segundo, el hecho de que personas de prestigio arriesguen su reputación integrando el directorio da a los afiliados una garantía adicional de que las inversiones de su Fondo de Pensiones no serán coordinadas con las de empresas relacionadas a las AFPs, sino que sólo buscarán la mejor rentabilidad y seguridad del afiliado.²

30 ¿Por qué obligar a seguir una práctica que hoy es considerada favorablemente en la industria? A pesar de que esta práctica también es estimada conveniente en otras empresas tales como Administración de Fondos Mutuos y grandes sociedades anónimas de propiedad diluida, la prudencia indica que no debe ser una práctica obligatoria. Esto porque un director independiente de los controladores no es necesariamente una persona de gran prestigio. Por otro lado, obligar a los controladores a elegir directores de gran prestigio es impracticable.

31 En conclusión, en estricto rigor, imponer esta obligación a los controladores de las AFPs, no ofrece garantías adicionales a los afiliados porque no restringe a los controladores de AFPs que no han seguido la práctica favorecida. Luego, esta obligación es aceptable porque es neutra. Esto sin considerar sus ventajas de imagen.

32 ¿Por qué imponer responsabilidades especiales a estos directores es en lo grueso negativo? Porque el grueso de las obligaciones que se les imponen los convierte en informantes especiales de la Superintendencia de AFP. Esta situación altera la unidad del directorio en pos del objeto social, por lo que impide un funcionamiento efectivo.

² Si la comparación de riesgo y rentabilidad entre AFP fuera muy eficiente, generando grandes salidas de afiliados de las AFPs que coordinen las inversiones con empresas relacionadas, el afiliado no requeriría de esta garantía adicional y dicha práctica agregaría poco valor. Ello no es así por el enorme costo para el afiliado promedio de informarse apropiadamente.

33 ¿Por qué hay algunas responsabilidades razonables? Hay dos responsabilidades especiales: la aprobación de los auditores externos, y el pronunciarse respecto de situaciones que involucren conflictos de intereses, que serían naturalmente desempeñadas por directores con un prestigio independiente que defender. Luego, estas obligaciones están en consonancia con la ficción de que el director independiente es un director con prestigio que defender y por ello es aceptable.

c) Insuficiencia de los incentivos a limitar el riesgo en las inversiones.

34 En el proyecto se relajan varios de los mecanismos que hoy limitan el nivel de riesgo al que están expuestos los Fondos de Pensiones. Luego, se opta implícitamente por depender más estrechamente de otros mecanismos, varios de los cuales no han sido probados en la práctica hasta ahora. Esto puede ser insuficiente.

35 Los mecanismos hoy más relevantes son dos: la estrechez de los límites de inversión para los FP grandes (en parte fijados por las autorizaciones de la Comisión Clasificadora de Riesgo), y la garantía de rentabilidad mínima, que incentiva a los FP pequeños a seguir a los grandes. Los mecanismos más relevantes en caso de aprobarse el proyecto serán otros cuatro: la calidad de la clasificación privada de riesgo, la presión de los afiliados para reducir el riesgo, la decisión de las AFPs de invertir para el largo plazo y no para los retornos de corto plazo, y la creación de nuevos límites de inversión que son una proporción del fondo propuesta en el proyecto.

36 Los límites de inversión propuestos y la composición de la lista de instrumentos de deuda "afepeables" pasan a depender en forma significativa de la clasificación privada de riesgo. Sin embargo, la clasificación privada no cuenta aún con un reconocimiento generalizado en Chile. La existencia de doce (12) clasificadoras es un hecho curioso si se compara con la situación de Estados Unidos, donde sólo existen cuatro o cinco clasificadoras significativas. La debilidad de la clasificación privada en la actualidad parece deberse a varias razones, una de las cuales es que no existe mayor ventaja para los emisores de contratar clasificaciones voluntariamente. Se concluye, entonces, que si las clasificadoras privadas continúan exhibiendo un desempeño débil durante los próximos años, este mecanismo de control de riesgo no será muy relevante.

37 En segundo lugar, los afiliados están hoy desinformados en relación al riesgo, por lo que pueden presionar poco en contra de un aumento de éste. Hoy no existe información pública respecto de la variabilidad (desviación estándar) del precio de la cuota que las distintas AFPs

exhibieron en los últimos doce meses y en los últimos tres años. Dicho de otra forma, los afiliados hoy sólo pueden comparar rankings de rentabilidad pasada, pero nadie les entrega rankings de variabilidad pasada, lo que les impide manifestar su aversión al riesgo. Desde luego, el proyecto podría resolver este punto ampliando la reforma propuesta al artículo 31 del DL 3.500, que obliga a informar el ranking de rentabilidad, agregando una obligación de entregar un ranking de variabilidad pasada del retorno de los distintos FP. Esto puede activar fuerzas favorables a la mantención de un cierto conservadurismo en las inversiones.

3 8 En tercer lugar, la capacidad de las AFPs de invertir para el largo plazo y no para maximizar los retornos de corto plazo está siendo erosionada, si atendemos a dos fenómenos: a) la mayor entrada y competencia. Para captar a los afiliados de altos ingresos se ha hecho cada vez más importante exhibir un buen lugar en el ranking de rentabilidades pasadas; b) el énfasis en el corto plazo (últimos doce meses) de la información que se publica respecto de las rentabilidades pasadas.

3 9 Sin embargo, muchas AFPs, sobre todo las grandes, siguen teniendo un fuerte interés en la rentabilidad de largo plazo de los Fondos de Pensiones, por lo que es previsible que el promedio de los FP continúe eligiendo políticas de inversión razonables.³

4 0 Finalmente, un factor nuevo es la creación de nuevos límites de inversión, que son una proporción del fondo que contiene el proyecto. Por ejemplo, destacan los nuevos límites globales que apuntan a la estructura global de la cartera, que limitan implícitamente el porcentaje que puede ser invertido en bonos C, la reducción del máximo invertible en una acción de 7 a 5% del FP, la incorporación de la inversión indirecta (a través de acciones en empresas holding), al límite de inversión en acciones de una empresa como porcentaje del FP, el nuevo límite global de 15% para grupos empresariales, etcétera. Estos nuevos límites constituyen un factor nuevo que impide que un FP individual aumente su exposición al riesgo a niveles imprudentes.

4 1 Es posible que el nuevo conjunto de mecanismos que limita el riesgo sea insuficiente. En particular, se echa de menos algún mecanismo que limite el riesgo absoluto asumido por los FP. Desde luego, es necesario reconocer que este objetivo no puede constituirse en preeminente, porque el riesgo no diversificable en nuestra economía es grande. Sin embargo, existen mecanismos intermedios. Por ejemplo, se podría cambiar la ley para que la AFP compartiera las pérdidas del FP cuando su magnitud sea grande. Específicamente, y en calidad

³ Basta con que el promedio de los FP exhiba suficiente aversión al riesgo para que todos lo hagan, porque la norma de rentabilidad mínima estimula a todas las AFPs a no desviarse mucho del promedio.

de ilustración, se podría exigir que en caso de que el retorno de un FP durante los últimos doce meses sea inferior a -15%, la AFP deba destinar fondos del encaje a cubrir el 10% de las pérdidas adicionales, hasta un tope del 1% del fondo. El aporte de la AFP se destinaría a incrementar la rentabilidad del FP en el último mes. Para evitar un alza importante de las comisiones cobradas por las AFPs, se podría complementar esta medida con una participación para la AFP de 5% de la rentabilidad del FP por sobre el +25% real anual, con un tope de 1% del FP. Nótese que la participación marginal en las ganancias debe ser menor que en las pérdidas para incentivar una política conservadora de inversiones.

d) Imprecisión de la obligación de informar las políticas de inversión

42 El proyecto establece modificaciones al artículo 26, imponiendo a las AFPs una obligación de informar respecto de las políticas de inversión del FP. Los casos recientes de cambio total en la política de inversión que no fueron informados a los afiliados (Magister, Invierta) muestran que es conveniente aumentar la información al afiliado a este respecto. Sin embargo, el texto del proyecto no precisa el alcance de esta obligación.

43 Esto es importante porque se podría interpretar que las AFPs deben revelar por anticipado cambios en políticas de inversión respecto de títulos específicos. Tal interpretación llevaría a un perjuicio considerable para el retorno de los FP y los afiliados.

44 La solución para este punto es modificar el proyecto para que sólo se obligue a informar respecto de las "políticas globales de inversión, en cuanto a familias de instrumentos y residencia del emisor". La referencia a la residencia del emisor distingue entre instrumentos chilenos y extranjeros.

Salvador Valdés P.*

* Ingeniero Civil, Pontificia Universidad Católica. Doctor en Economía, MIT. Profesor e investigador en temas económicos y experto en temas de organización industrial.