CAJA N° 176

ADMINISTRADORA DE FONDOS DE PENSIONES – A.F.P.

Documentos Varios

1985 – 1991

REPUBLICA DE CHILE
JUNTA DE GOBIERNO
SEGUNDA COMISION LEGISLATIVA

LEY Nº

MODIFICA EL DECRETO LEY Nº 3.500, DE 1980.

La Junta de Gobierno de la República de Chile ha dado su aprobación al siguiente

P R O Y E C T O D E L E Y :

Artículo 1º.- Introdúcense las siguientes modificaciones al decreto ley Nº 3.500, de 1980:

1.- Sustitúyese el artículo 45 por el siguiente:

"Artículo 45.- Las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo de Pensiones deberán tener como únicos objetivos la obtención de adecuadas rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda fijar a tales inversiones se considerará contrario a los intereses de los Fondos de Pensiones.

Los recursos del Fondo, sin perjuicio de los depósitos en cuenta corriente a que se refiere el artículo 46, deberán ser invertidos en:

a) Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile;

b) Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras;

c) Títulos garantizados por instituciones financieras;

d) Letras de crédito emitidas por instituciones financieras;

e) Bonos de empresas públicas y privadas;

f) Cuotas de otros Fondos de Pensiones, y

g) Acciones de sociedades anónimas abiertas, aprobadas previamente por la Comisión Clasificadora de Riesgo, según lo dispuesto en el artículo 106.

Las instituciones financieras a que se refieren las letras b), c) y d) deberán estar constituidas legalmente en Chile o autorizadas para funcionar en el país; las empresas referidas en las letras e) y g) deberán estar constituidas legalmente en Chile. Todos los instrumentos señalados en las letras b), c), d) y e) del inciso anterior, deberán estar clasificados en alguna categoría de riesgo de las señaladas en el artículo 104.

Los instrumentos de las letras b) y c) que sean seriados y los señalados en las letras e) y g) deberán estar inscritos, de acuerdo con la ley Nº 18.045, en el respectivo registro de valores que lleve la Superintendencia de Valores y Seguros o la de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda.

Los títulos en que consten las inversiones del Fondo deberán emitirse o transferirse con la cláusula "para el Fondo de Pensiones", precedida del nombre de la Administradora correspondiente. Igual constancia deberá exigirse en los sistemas a que se refiere el inciso final del artículo 12 de la ley Nº 18.046.

Los títulos representativos de cuotas de un Fondo de Pensiones que sean emitidos para ser adquiridos por otra Administradora serán nominativos, no negociables y deberán pagarse por la sociedad emisora dentro de cinco días contados desde el requerimiento.

Corresponderá al Banco Central de Chile determinar la diversificación de las inversiones entre los distintos tipos genéricos de ellas y el plazo promedio ponderado de las inversiones que con recursos de los Fondos se realicen en instrumentos de renta fija.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, el Banco Central de Chile no podrá establecer límites mínimos para las inversiones señaladas en el inciso segundo. Sólo podrá fijar límites máximos de inversión, los cuales no podrán ser inferiores a los siguientes: treinta por ciento para la suma de las inversiones que se indican en las letras b) y c), cuando su plazo de vencimiento no sea superior a un año, porcentaje que puede aumentarse a un cuarenta por ciento, si al menos una cuarta parte de éste es invertida en instrumentos cuyo plazo de vencimiento sea superior a un año; cuarenta por ciento para las inversiones de la letra d); treinta por ciento para las inversiones de la letra e); veinte por ciento para las inversiones de la letra f), y diez por ciento para las inversiones de la letra g).

Con todo, la suma de las inversiones que se realicen con los recursos de un Fondo en los instrumentos señalados en la letra a) y las inversiones de la letra g) de este artículo, no podrán exceder, respectivamente, del cincuenta por ciento y del treinta por ciento, del valor total del Fondo inversionista.".

2.- Agrégase, a continuación del artículo 45, el siguiente artículo 45 bis:

"Artículo 45 bis.- Los recursos de los Fondos de Pensiones no podrán ser invertidos en acciones de las siguientes sociedades anónimas:

a) Administradoras de Fondos de Pensiones;

b) Compañías de Seguros de Vida;

c) Administradoras de Fondos Mutuos;

d) Sociedades cuyo capital contable neto consolidado represente, como proporción de su patrimonio consolidado, menos de un noventa y cinco por ciento, salvo que se trate de instituciones financieras, las que en todo caso deberán cumplir en forma permanente con los requisitos establecidos en la Ley General de Bancos;

e) Sociedades en que una persona, directamente o por intermedio de otras personas relacionadas, concentre más de un veinte por ciento de sus acciones suscritas;

f) Sociedades que tengan menos del cincuenta por ciento de sus acciones suscritas en poder de accionistas minoritarios;

g) Sociedades que no cumplan con el requisito de que a lo menos el quince por ciento de sus acciones estén suscritas por más de cien accionistas no relacionados entre sí, cada uno de los cuales deberá ser dueño de un mínimo equivalente a cien Unidades de Fomento en acciones, según el valor que se les haya fijado en el último balance.

Sin perjuicio de lo dispuesto en las letras e), f) y g) precedentes, con los recursos de los Fondos de Pensiones se podrán realizar inversiones en acciones de sociedades anónimas abiertas, en las que el Fisco, directamente o por intermedio de empresas del Estado, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tuviere el cincuenta por ciento o más de las acciones suscritas, siempre que aquél o éstas, según el caso, vendan o se comprometan a vender el treinta por ciento de las acciones de la sociedad, suscribiendo el compromiso de desconcentración correspondiente. Si el Fisco, o las instituciones antes nombradas, redujere o se comprometiere a reducir su participación en la propiedad accionaria de una sociedad determinada en un porcentaje superior al treinta por ciento, el resultado de dicha reducción o promesa de reducción constituirá su límite máximo de concentración permitido.

En todo caso, mientras el Fisco o las instituciones nombradas mantengan un porcentaje superior al cincuenta por ciento de las acciones suscritas de una determinada sociedad, el resto de las acciones deberá estar en poder de accionistas minoritarios y el quince por ciento de las acciones de la misma sociedad, en virtud del respectivo compromiso de desconcentración, deberá estar suscrito por más de cien accionistas no relacionados, en la forma prevista en la letra g) de este artículo.

Las Administradoras no podrán ser propietarias de acciones que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos; si las tuvieren, deberán enajenarlas en un plazo máximo de un año, a contar de la fecha de publicación del acuerdo por el cual la Comisión Clasificadora de Riesgo las hubiere aprobado.

Lo señalado en el inciso precedente no se aplicará a las inversiones que deban realizar las Administradoras para constituir el encaje establecido en el artículo 40.

Mientras subsistan acciones de una sociedad en poder de las Administradoras no se podrán adquirir con recursos de los Fondos de Pensiones acciones de esa misma sociedad, salvo lo dispuesto en el inciso anterior.

Las Administradoras deberán concurrir a las Juntas de Accionistas de las sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos del Fondo respectivo, representadas por sus gerentes o por mandatarios especiales designados por su directorio, no pudiendo los gerentes ni los mandatarios especiales actuar con poderes distintos de aquellos que la Administradora les confiera. En tales juntas deberán siempre pronunciarse respecto de los acuerdos que se adopten y se deberá dejar constancia de sus votos en las actas respectivas. Las contravenciones de las Administradoras a estas exigencias serán sancionadas en la forma prescrita en el Nº 8 del artículo 94.

Las Administradoras deberán realizar todas las gestiones que sean necesarias, y con la diligencia que éstas emplean ordinariamente en sus propios negocios, para cautelar la administración de las empresas en que se hayan invertido recursos de los Fondos, con el objeto de velar por la adecuada rentabilidad de sus inversiones, respondiendo hasta de la culpa leve por los perjuicios que el no cumplimiento de ello causare al Fondo bajo su administración.

Las Administradoras podrán demandar la indemnización de los perjuicios causados al Fondo por infracción a lo establecido en el artículo 13 de la ley Nº 18.045, aún cuando estuvieren en conocimiento de la información reservada.

Los directores de una Administradora de Fondos de Pensiones, sus gerentes, administradores, y en general cualquiera persona que en razón de su cargo o posición tenga acceso a información de las inversiones de los recursos de un Fondo que aún no haya sido divulgada oficialmente al mercado y que por su naturaleza sea capaz de influir en las cotizaciones de los valores de dichas inversiones deberán guardar estricta reserva respecto de esa información.

Asimismo, se prohíbe a las personas mencionadas en el inciso anterior valerse directa o indirectamente de la información reservada, para obtener para sí o para otros, distintos del Fondo de Pensiones, ventajas mediante la compra o venta de valores.

Las personas a que se refieren los incisos anteriores, que actúen en contravención a lo establecido precedentemente, serán sancionadas con una multa a beneficio fiscal que aplicará la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, en la forma que establece el Nº 8 del artículo 94, por un monto de hasta quinientas Unidades de Fomento, la que en caso de reiteración podrá elevarse al doble.

En los casos en que la conducta sancionada hubiere significado un perjuicio para el Fondo de Pensiones, tanto la Administradora como la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones podrán demandar al infractor a fin de que éste indemnice dicho perjuicio, ante el juez de letras correspondiente, el que conocerá de la acción de acuerdo al procedimiento sumario establecido en el Título XI del Libro III del Código de Procedimiento Civil.";

3.- Sustitúyese el artículo 47 por el siguiente:

"Artículo 47.- Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 45, los depósitos en cuenta corriente y a plazo y las inversiones con recursos de un Fondo en títulos emitidos por entidades financieras o garantizadas por ellas, no podrán exceder como proporción del respectivo Fondo, al producto entre los siguientes factores: a) un múltiplo único para todas las instituciones financieras fijado por el Banco Central de Chile; b) la proporción que represente el patrimonio de esa entidad financiera respecto de la suma de los patrimonios de

todas las instituciones financieras, y c) el factor de riesgo promedio ponderado para la institución emisora de que se trate. En todo caso, la suma de las inversiones en una sola entidad financiera no podrá representar más del quince por ciento del valor total del respectivo Fondo, ni ser superior al producto entre tres y la proporción que represente el valor de dicho Fondo de Pensiones respecto a la suma del valor de todos los Fondos de Pensiones y el patrimonio de la institución financiera de que se trate.

Las inversiones con recursos de un Fondo en bonos emitidos por una misma empresa no podrán exceder a la diferencia entre el producto de los factores que se señalan a continuación y el monto invertido con recursos de éste en bonos emitidos por sociedades filiales de dicha empresa. Los factores a considerar son: a) un múltiplo único, para todas las sociedades emisoras de bonos fijado por el Banco Central de Chile; b) el capital contable neto consolidado de la sociedad emisora; c) la proporción que represente el valor de dicho Fondo de Pensiones respecto a la suma del valor de todos los Fondos de Pensiones, y d) el factor de riesgo promedio ponderado de la empresa de que se trate. Sin perjuicio de lo anterior, la inversión en bonos de una misma serie no podrá exceder del veinte por ciento de ella.

En ningún caso se podrán realizar inversiones con recursos de un Fondo en instrumentos clasificados en las categorías de riesgo D y E, a que se refiere el artículo 104.

Las inversiones que con recursos de un Fondo se realicen en cuotas de otros Fondos, no podrán exceder del cinco por ciento del valor total del Fondo inversionista.

Del mismo modo, las inversiones con recursos de un Fondo en acciones ordinarias o preferidas de una sociedad anónima abierta no podrán exceder del cinco por ciento del total de las acciones suscritas de dicha sociedad. Además, el límite de inversión con recursos de un Fondo en acciones de una nueva emisión será de cinco por ciento del monto a suscribir y del cual a lo menos el cincuenta por ciento deberá encontrarse pagado.

Si el derecho a suscribir acciones de pago de una nueva emisión naciera de la calidad de accionista que tenga el Fondo, el límite anterior será del cinco por ciento del total de dicha emisión.

En todo caso, la suma de las inversiones en bonos y acciones, ordinarias o preferidas, de una misma sociedad, no podrá representar más del cinco por ciento del valor total del respectivo Fondo..

Las inversiones con los recursos de un Fondo en instrumentos financieros emitidos en conformidad a un compromiso de desconcentración de aquellos a que se refieren los artículos 123 y siguientes de esta ley, se considerarán dentro del margen de inversión establecido para la sociedad emisora de las acciones que se pueden adquirir en virtud de dicho compromiso.

Los límites de inversión en instituciones financieras, empresas o sociedades anónimas abiertas a que se refieren los incisos precedentes, para un determinado Fondo de Pensiones, se rebajarán a la mitad en el caso de tratarse de sociedades accionistas de la Administradora de Fondos de Pensiones o de personas relacionadas directa o indirectamente con los accionistas, directores o ejecutivos de la Administradora de ese Fondo. Cuando dos o más Fondos sean administrados por sociedades relacionadas entre sí, se entenderá que estos límites rigen para la suma de las inversiones de todos los Fondos administrados por sociedades relacionadas. Sin perjuicio de lo anterior, no se podrá invertir con recursos de un Fondo en acciones de una sociedad accionista de la Administradora de ese Fondo.

En el evento de que, por cualquier causa, una inversión realizada con recursos del Fondo de Pensiones sobrepase los límites o deje de cumplir los requisitos establecidos para su procedencia, el exceso deberá ser contabilizado en una cuenta especial en el Fondo afectado y la Administradora correspondiente no podrá realizar nuevas inversiones en los mismos instrumentos mientras dicha situación se mantenga. Lo anterior es sin perjuicio de la facultad del Superintendente para aplicar las sanciones administrativas que en la especie procedan. El reglamento establecerá el procedimiento y los plazos para enajenar o mantener

los excesos de inversión no autorizada, atendiendo a si el incumplimiento de límites o requisitos afecta a todos los Fondos de Pensiones o a alguno de ellos en particular; o si se debe a una variación en la calificación que practique la Comisión Clasificadora de Riesgo o a la disminución de un límite de monto fijo o porcentual; o a la magnitud del incumplimiento, a su transitoriedad o permanencia; o finalmente, atendiendo a sus causas y, en este último caso, a si el incumplimiento de los límites fijados se debe a conductas del emisor.

El múltiplo único a que se refiere la letra a) del inciso primero no podrá ser inferior a 2 ni superior a 6. Asimismo, el múltiplo único a que se refiere la letra a) del inciso segundo no podrá ser inferior a 0,3 ni superior a 1.

La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras proporcionará mensualmente el cálculo del patrimonio de cada institución financiera sujeta a su fiscalización, a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

La Superintendencia de Valores y Seguros deberá proporcionar trimestralmente a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones el cálculo del patrimonio y del capital contable neto por empresa emisora de bonos, o sociedad anónima abierta cuyas acciones puedan ser adquiridas con recursos de un Fondo de Pensiones.".

4.- Sustitúyese el artículo 48 por el siguiente:

"Artículo 48.- Todas las transacciones de títulos efectuadas con los recursos de un Fondo de Pensiones deberán hacerse en un mercado secundario formal.

Sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso anterior, con los recursos de los Fondos de Pensiones se deberán adquirir los instrumentos a que se refieren las letras a), e) y g) y los seriados comprendidos en las letras b) y c) del artículo 45, en el mercado primario formal definido en el presente artículo, cuando éstos instrumentos no se hubieren transado anteriormente.

Las inversiones con recursos de un Fondo en instrumentos únicos emitidos por instituciones financieras que no se hubieren transado anteriormente, podrán ser realizadas directamente en la entidad emisora.

Para los efectos de esta ley se entenderá por:

a) Mercado Primario Formal: Aquel en que los compradores y el emisor participan en la determinación de los precios de los instrumentos ofrecidos al público por primera vez, por intermedio de un agente de valores que actúa por cuenta del emisor, empleando para ello procedimientos previamente determinados y conocidos e información pública conocida, tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en él. Los agentes de valores antes referidos deberán reunir los requisitos establecidos en el Título VI de la Ley Nº 18.045, sin perjuicio de tener que cumplir, además, los que se establecen en esta ley y su reglamento respecto de las transacciones que se realicen con recursos de los Fondos de Pensiones. También se entenderá por mercado primario formal a la Tesorería General de la República y al Banco Central de Chile, sólo respecto de los instrumentos que ellos emitan.

b) Mercado Secundario Formal: Aquel en que los compradores y vendedores están simultánea y públicamente participando en la determinación de los precios de los títulos que se transan en él, siempre que diariamente se publiciten el volumen y el precio de las transacciones efectuadas.

c) Instrumentos Unicos: Aquellos emitidos individualmente y que por su naturaleza no son susceptibles de conformar una serie.

El Banco Central de Chile determinará cuáles se considerarán mercados secundarios formales para los efectos de esta ley. Corresponderá a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones la determinación de los mercados primarios formales que reúnan los requisitos para que en ellos se

realicen transacciones con los recursos de los Fondos de Pensiones, conforme a lo dispuesto en esta ley y su reglamento, como asimismo la fiscalización, tanto de los mercados primarios como de los secundarios exclusivamente respecto de las transacciones que se realicen en ellos con recursos de los Fondos de Pensiones, sin perjuicio de las facultades que corresponden a la Superintendencia de Valores y Seguros. El funcionamiento del mercado primario formal, respecto de los Fondos de Pensiones, será determinado por el reglamento de la presente ley.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones no podrán transar instrumentos financieros, con recursos del Fondo de Pensiones, a precios que sean perjudiciales para éste, considerando los existentes en los mercados formales al momento de efectuarse la transacción. En caso de infracción la diferencia que se produzca a este respecto deberá ser integrada al Fondo por la Administradora correspondiente, pudiendo reclamar el afectado a la Corte de Apelaciones, conforme al procedimiento establecido en el inciso segundo del Nº 8 del artículo 94.";

5.- En el artículo 94:

a) Sustitúyese el inciso segundo del Nº 8 por el siguiente:

"En contra de dichas resoluciones la Administradora afectada podrá reclamar, dentro de los quince días siguientes a su notificación, ante la Corte de Apelaciones que corresponda, la que deberá pronunciarse en cuenta si el reclamo es admisible y si ha sido interpuesto dentro del término legal. Admitido el reclamo, la Corte dará traslado por quince días a la Superintendencia. Evacuado el traslado o acusada la rebeldía, la Corte ordenará traer los autos en relación, agregándose la causa en forma extraordinaria a la tabla del siguiente día, previo sorteo de Sala cuando corresponda. El Tribunal dictará sentencia dentro del plazo de treinta días.", y

b) Agréganse los siguientes números:

"10.- Actuar como Secretaría Técnica y Ejecutiva de la Comisión Clasificadora de Riesgo, informando los proyectos señalados en el artículo 106 que deban presentar las Administradoras de Fondos de Pensiones.

11.- Fiscalizar los mercados primarios y secundarios en lo que se refiere a la participación de los Fondos de Pensiones en éstos, sin perjuicio de las atribuciones de la Superintendencia de Valores y Sociedades Anónimas".;

6.- Agrégase el siguiente artículo 98:

"Artículo 98.- Para los efectos de esta ley se entenderá por:

a) Patrimonio: La diferencia entre el valor de los activos totales y los pasivos exigibles;

b) Patrimonio consolidado: El que resulta de restar al activo consolidado de una sociedad matriz, la suma de su pasivo exigible consolidado y el interés de terceros en las filiales. Se entiende por activo y pasivo exigible consolidados a los de la matriz, considerando los activos y pasivos exigibles de las filiales como parte integrante de aquéllos, una vez eliminados los saldos y transacciones intercompañías y las utilidades no realizadas que provengan de tales operaciones. Los términos "sociedad matriz" y "filial" tienen el alcance señalado en el artículo 86 de la ley Nº 18.046.;

c) Serie: Conjunto de instrumentos que guardan relación entre sí por corresponder a una misma emisión y que poseen idénticas características en cuanto a su fecha de vencimiento, tasa de interés, tipo de amortización, condiciones de rescate, garantías y tipo de reajuste;

d) Capital Contable Neto de una Empresa: La diferencia entre el patrimonio de una empresa y sus inversiones en otras empresas;

e) Capital Contable Neto Consolidado: El capital contable neto de una sociedad matriz y sus filiales, calculado sobre la base de su balance consolidado;

f) Factor de Riesgo Promedio Ponderado: La suma de los productos entre el factor de riesgo que corresponda a cada instrumento o serie emitidos o avalados por la institución, de acuerdo a la categoría de riesgo en que hayan sido clasificados, y la proporción que represente el monto de la inversión del Fondo respectivo en cada uno de los instrumentos, respecto del valor total de las inversiones del Fondo en los distintos títulos representativos de deuda de ese mismo emisor;

g) Accionista Minoritario: Toda persona que sea propietaria, directamente o a través de otras personas, a lo más del diez por ciento de las acciones suscritas de una Sociedad;

h) Personas Relacionadas: Todas aquellas que directa o indirectamente estén unidas por vínculos que manifiesten o hagan presumir un interés común o recíproco en un negocio determinado, como asimismo aquellas que actúan por cuenta o en representación de otra, con respecto a ésta. Se presumirá que son personas relacionadas el cónyuge y los parientes por consanguinidad hasta tercer grado inclusive y por afinidad hasta segundo grado inclusive; los padres adoptantes respecto de sus hijos adoptivos; los mandantes, apoderados, albaceas, tutores y curadores respecto de sus pupilos y representados; los sujetos a vínculos de dependencia o subordinación respecto a sus jefes directos; y las sociedades y demás personas jurídicas respecto de sus propietarios, accionistas o socios principales que ejerzan directa o indirectamente el control de las mismas.";

7.- Introdúcense los siguiente Títulos XI y XII, pasando el actual Título XI, "Disposiciones Transitorias", a constituirse en el Título XIII.

"T I T U L O X I

De la Comisión Clasificadora de Riesgo

Artículo 99.- Créase una Comisión Clasificadora de Riesgo, en adelante la Comisión Clasificadora, que tendrá por función aprobar, modificar o rechazar los proyectos de clasificación de los instrumentos señalados en las letras b), c), d) y e) del artículo 45, en alguna de las categorías de riesgo que dispone el artículo 104. Asimismo, le corresponderá dar su aprobación a acciones de sociedades anónimas abiertas que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones.

Artículo 100.- La Comisión Clasificadora de Riesgo estará integrada por las siguientes personas:

a) El Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones, quien la presidirá;

b) El Superintendente de Bancos e Instituciones Financieras;

c) El Superintendente de Valores y Seguros;

d) Tres representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones, elegidos por éstas, y

e) Un representante del Banco Central de Chile.

La Comisión Clasificadora sesionará con asistencia de la mayoría de sus miembros y adoptará los acuerdos por mayoría absoluta de los asistentes a la respectiva sesión. Su Presidente dirimirá los empates que pudieren producirse.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, los acuerdos para aprobar o mantener la aprobación de la inversión en las acciones a que se refieren los incisos segundo y tercero del artículo 45 bis, deberán adoptarse con el voto favorable de a lo menos dos de los representantes de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Un funcionario de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones actuará como secretario de la Comisión Clasificadora y tendrá la calidad de ministro de fe respecto de sus actuaciones, deliberaciones y acuerdos.

Artículo 101.- Los miembros señalados en la letra d) del artículo anterior deberán reunir los requisitos exigidos para ser director de una sociedad anónima abierta, durarán dos años en sus cargos y serán elegidos en la forma que determine el reglamento. Junto con la designación de estas personas y con la del representante del Banco Central de Chile, deberá en cada caso hacerse la de un miembro suplente, quien reemplazará al respectivo titular en caso de ausencia o impedimento de éste.

Artículo 102.- La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones actuará como Secretaría Técnica y Ejecutiva de la Comisión Clasificadora.

Artículo 103.- Los integrantes de la Comisión Clasificadora, como también los funcionarios de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, deberán guardar reserva sobre los documentos y antecedentes de los emisores e instrumentos sujetos a clasificación, siempre que éstos no tengan carácter público. La infracción a esta obligación será sancionada con la pena de reclusión menor en sus grados mínimo a medio.

Del mismo modo, les está prohibido valerse, directa o indirectamente, en beneficio propio o de terceros, de la información a que tengan acceso en el desempeño de esta función, durante el lapso que dure la reserva establecida en el inciso cuarto del artículo 108. La contravención a esta norma será sancionada con la pena de reclusión menor en su grado medio e inhabilitación para cargos y oficios públicos por el tiempo de la condena.

Artículo 104.- Establécense las siguientes categorías en que deberán clasificarse los instrumentos financieros a que se refieren las letras b), c), d) y e) del artículo 45, en consideración a la probabilidad de no pago del capital e intereses pactados, a las características del instrumento, a la solvencia del emisor y a la liquidez del instrumento en el mercado; y los factores que en cada caso se indica:

1.- Categoría A con factor 1,0 (uno);

2.- Categoría B con factor 0,8 (cero coma ocho);

3.- Categoría C con factor 0,4 (cero coma cuatro);

4.- Categoría D con factor 0 (cero), y

5.- Categoría E con factor 0 (cero) sin información disponible para clasificar.

La categoría A es la de más bajo riesgo, el que aumenta progresivamente hasta la categoría D, que será la de más alto riesgo.

El reglamento establecerá las características de cada categoría y los procedimientos de clasificación de los instrumentos financieros señalados.

Artículo 105.- La clasificación que practique la Comisión Clasificadora será indicativa de riesgo y sus resoluciones serán consideradas para el solo efecto de determinar la diversificación de las inversiones que se realicen con los recursos de los Fondos de Pensiones, en conformidad a esta ley. Dicha clasificación se practicará respecto de todos los instrumentos que sean de oferta pública. Las acciones de sociedades anónimas, sin embargo, sólo serán sometidas a la aprobación de la Comisión en los casos en que su emisor voluntariamente así lo solicite. Una vez clasificado un instrumento o aprobada una acción, el emisor estará obligado a continuar proporcionando toda la información necesaria para que la calificación se continúe realizando, mientras los recursos de algún Fondo estén invertidos en el respectivo instrumento. En el evento de que el emisor no lo hiciere así, sus instrumentos se clasificarán en categoría E o sus acciones serán desaprobadas, según el caso.

Sin perjuicio de lo anterior, los emisores que hubieren presentado acciones para ser aprobadas por primera vez, sin que éstas lo hubieren sido, podrán retirar su presentación, la que no será publicada por la Comisión Clasificadora.

En el evento de que, con posterioridad a la adquisición de un instrumento con recursos de los Fondos de Pensiones, un emisor se negare a entregar la información necesaria o lo hiciere en forma falsa o tendenciosa, sus representantes legales serán sancionados con las penas de presidio menor en sus grados mínimo a medio.

Artículo 106.- Las acciones que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos deberán aprobarse por la Comisión Clasificadora en consideración al riesgo de la rentabilidad esperada y atendiendo preferentemente a las características propias del título, a la solvencia y estabilidad de la sociedad emisora y a la liquidez y presencia del instrumento en el mercado.

Las Administradoras que hayan invertido recursos del Fondo de Pensiones que administren en acciones de sociedades en que el Estado, directamente o por intermedio de sus empresas, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tuviere el cincuenta por ciento o más de las acciones suscritas o que por su naturaleza estén sometidas a normas especiales respecto a la fijación de tarifas o acceso a los mercados, podrán ejercer el derecho a retiro de la sociedad en los términos de los artículos 69 y siguientes de la ley Nº 18.046, en el caso de que la Comisión Clasificadora desaprobare dichas acciones por razones que afectaren negativamente su rentabilidad y derivadas de alguna de las siguientes causales:

a) La modificación de las normas que las rijan en materia tarifaria o de precios de los servicios o bienes que ofrezcan o produzcan, o relativas al acceso a los mercados;

b) La determinación de sus administradores o de la autoridad en el sentido de fijar el precio de esos bienes o servicios en forma que los alteren negativa y substancialmente en relación a los que haya tenido en consideración la Comisión Clasificadora al aprobar las acciones;

c) La determinación de sus administradores o de la autoridad de adquirir materias primas u otros bienes, o servicios necesarios para su giro que incidan en sus costos, en términos o condiciones

más onerosos en relación al promedio del precio en que normalmente se ofrecen en el mercado, sean nacionales o extranjeros, considerando el volumen, calidad y especialidad que la sociedad requiera;

d) La realización de acciones de fomento o ayuda o el otorgamiento directo o indirecto de subsidios de parte de la sociedad, que no hubieren sido considerados en la época de aprobación de las acciones por la Comisión Clasificadora, siempre que no le fueren otorgados, directa o indirectamente, por el Estado, los recursos suficientes para su financiamiento, y

e) La realización de cualquiera otra acción similar, dispuesta por la administración de la sociedad o por la autoridad, que sea contraria a los objetivos que establece el artículo 45.

Luego de aprobadas las acciones, la Comisión Clasificadora notificará el acuerdo a la sociedad emisora a fin de que ésta, dentro del plazo de noventa días contado desde la fecha de notificación, adecúe sus estatutos de acuerdo a lo dispuesto en el Título XII.

El acuerdo indicará, además, si la sociedad emisora queda obligada a celebrar, dentro del plazo a que se refiere el inciso anterior, un compromiso de desconcentración en los términos de los artículos 123 y siguientes.

Una vez modificados los estatutos y celebrado el convenio de desconcentración, en su caso, a satisfacción de la Comisión Clasificadora, ésta autorizará la inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones en tales acciones, autorización que deberá publicarse por una vez en el Diario Oficial, en el plazo de treinta días contado desde su dictación.

Artículo 107.- Dentro de los cinco primeros días de cada mes, las Administradoras de Fondos de Pensiones presentarán a la Comisión Clasificadora, separadamente u obrando en conjunto dos o más de ellas, un proyecto de clasificación o de modificación de clasificación de

riesgo de todos los instrumentos financieros emitidos a que se refieren las letras b), c), d) y e) del artículo 45. En el proyecto se expresarán los fundamentos de la clasificación sólo respecto de aquellos instrumentos que no hubieren sido incluidos en proyectos anteriores y de las modificaciones que, a juicio de las Administradoras, deban alterar la clasificación vigente.

Dentro del mismo plazo deberán pronunciarse sobre las acciones ya clasificadas o en proceso de clasificación por la Comisión Clasificadora de Riesgos.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y la Secretaría Técnica y Ejecutiva podrán presentar proposiciones de modificaciones urgentes al acuerdo vigente, en cualquier tiempo, toda vez que circunstancias extraordinarias exijan reclasificar un instrumento o desaprobar una acción.

Los representantes legales de las Administradoras de Fondos de Pensiones o terceros que intervengan en la elaboración de los proyectos, como asimismo los funcionarios de la Secretaría Técnica y Ejecutiva o los miembros de la Comisión Clasificadora, que maliciosamente presentaren o difundieren noticias falsas o tendenciosas respecto de los instrumentos que se deben clasificar o aprobar, sufrirán las penas de presidio menor en sus grados mínimo a medio, salvo que probaren que estos antecedentes han sido proporcionados por el emisor, en cuyo caso éste responderá penalmente, sin perjuicio de las acciones civiles que correspondan.

Artículo 108.- La Secretaría Técnica y Ejecutiva deberá notificar a cada emisor, dentro de los diez días siguientes al vencimiento del plazo señalado en el artículo anterior, la clasificación de que ha sido objeto por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de sus propias observaciones. El afectado podrá proporcionar antecedentes adicionales respecto de los proyectos de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de las observaciones de esa Secretaría dentro de los cinco días hábiles de recibidos los antecedentes.

Cumplidos los plazos anteriores, la Secretaría Técnica y Ejecutiva enviará a la Comisión Clasificadora todos los antecedentes que aquélla hubiere recopilado para que ésta resuelva.

La Comisión Clasificadora deberá fundamentar su acuerdo final respecto a todos los instrumentos que cambien de clasificación y de aquellos que se contrapongan con alguno de los proyectos presentados por las Administradoras de Fondos de Pensiones o con las observaciones que formule la Secretaría Técnica y Ejecutiva.

Las deliberaciones de la Comisión Clasificadora serán secretas hasta la publicación del acuerdo final, que deberá hacerse en el Diario Oficial, a más tardar el primer día hábil del mes siguiente al de la adopción del acuerdo.

Las actas de la Comisión Clasificadora y demás antecedentes que hubieren llevado a adoptar el acuerdo final deberán ponerse a disposición del público que los solicite.

Artículo 109.- Transcurridos los plazos señalados en el artículo anterior, los instrumentos cuya evaluación no sea resuelta por la Comisión Clasificadora debido a peritajes o antecedentes pendientes, mantendrán la clasificación vigente. No obstante, una vez que se resuelva sobre ellos, deberá adoptarse y publicarse el acuerdo respectivo.

Artículo 110.- Con el objeto de elaborar los proyectos indicados en el artículo 107, las sociedades emisoras de instrumentos deberán proporcionar la información necesaria para la clasificación, por intermedio de la Secretaría Técnica y Ejecutiva, la que deberá facilitarla a las Administradoras. Dicha información será siempre pública y no podrá ser distinta a la exigida por las respectivas Superintendencias fiscalizadoras de los emisores, sin perjuicio de que las propias sociedades emisoras puedan proporcionar voluntariamente información adicional de uso público, que facilite una mejor evaluación.

Asimismo, la Secretaría Técnica y Ejecutiva podrá requerir periódicamente de la Superintendencia de Valores y Seguros o de la de Bancos e Instituciones Financieras, según corresponda, la información relevante de las instituciones bajo su control, con el objeto de una mejor clasificación de sus instrumentos.".

T I T U L O X I I

De las sociedades anónimas cuyas acciones pueden ser adquiridas con los recursos de los Fondos de Pensiones.

1.- De las sociedades.

Artículo 111.- Las sociedades anónimas cuyas acciones sean aprobadas en conformidad al Título XI, quedarán sujetas a las disposiciones pertinentes de esta ley a contar de la fecha de notificación del respectivo acuerdo de la Comisión Clasificadora.

Artículo 112.- Las sociedades a que se refiere el artículo anterior, dentro del plazo de noventa días contado desde la notificación del acuerdo aprobatorio, deberán adecuar sus estatutos a las disposiciones de esta ley.

Artículo 113.- Las sociedades anónimas cuyas acciones puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones deberán contemplar en sus estatutos normas permanentes que impidan que la sociedad, en cualquier momento, se encuentre en alguna de las situaciones establecidas en las letras d), e), f) y g) del artículo 45 bis.

Artículo 114.- Con el propósito de mantenerse dentro de los límites de desconcentración de la propiedad accionaria establecidos en el artículo 45 bis, las sociedades a que se refiere el presente Título, al serles presentado para su inscripción un traspaso de acciones, sólo podrán inscribir a nombre del accionista respectivo un número de ellas con el cual no se sobrepasen dichos límites. Respecto del remanente, la sociedad, dentro del plazo de quince días, notificará al accionista a fin de que enajene tales acciones, sin perjuicio de la obligación existente para ambos de suscribir un compromiso de desconcentración en los términos de los artículos 123 y siguientes.

Artículo 115.- Las opciones para suscribir acciones de aumento de capital de la sociedad y de bonos conver-

tibles en acciones en los términos del artículo 25 de la ley Nº 18.046, no podrán ser ejercidas por un accionista en la parte que exceda los límites de concentración establecidos en el artículo 45 bis.

Artículo 116.- Sin perjuicio de lo dispuesto en artículo 114, una vez constituida la junta de accionistas, ningún accionista de una sociedad de las señaladas en este título podrá ejercer por sí o en representación de otros accionistas, el derecho a voto por más de un veinte por ciento de las acciones suscritas y con derecho a voto de la sociedad, descontando para este efecto el exceso sobre el veinte por ciento. Para el cálculo del veinte por ciento deberán sumarse a las acciones del accionista las que sean de propiedad de personas relacionadas con éste.

Tampoco podrá persona alguna representar a accionistas que en conjunto tengan más de un veinte por ciento de las acciones suscritas de la sociedad.

Lo establecido en los incisos anteriores no se aplicará al Fisco cuando éste directamente o por intermedio de empresas del Estado, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales sea accionista de estas sociedades.

Artículo 117.- Las sociedades a que se refiere este Título podrán solicitar a sus accionistas los antecedentes necesarios para determinar la existencia de los vínculos señalados en la letra h) del artículo 98, y los accionistas estarán obligados a proporcionar dicha información.

Los accionistas que sean personas jurídicas deberán proporcionar a la sociedad, además, los nombres de sus principales socios y los de las personas naturales que sean relacionados con éstos, cuando aquélla lo solicite.

Artículo 118.- Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 52 de la ley Nº 18.046, la Junta Ordinaria de Accionistas deberá designar anualmente inspectores de cuentas de las sociedades, con las facultades establecidas en el artículo 51 de la ley Nº 18.046.

Artículo 119.- En las sociedades a que se refiere este Título será materia de Junta Ordinaria, además de las señaladas en el artículo 56 de la ley Nº 18.046, la aprobación de la política de inversiones y de financiamiento que para estos efectos proponga la administración, la que constituirá el marco de referencia dentro del cual ésta deberá actuar.

La política de inversiones deberá especificar, como mínimo, las áreas de inversión y los límites máximos en cada una de éstas, especificando la participación en el control de las mismas.

La política de financiamiento deberá especificar, a lo menos: el nivel máximo de endeudamiento; las atribuciones de la administración para convenir con acreedores restricciones al reparto de dividendos y para el otorgamiento de cauciones; y los activos que se declaren esenciales para el funcionamiento de la sociedad.

La política de inversión y de financiamiento deberá, además, establecer las facultades de la administración para la suscripción, modificación o revocación de contratos de compra, venta o arrendamiento de bienes y servicios que sean esenciales para el normal funcionamiento de la empresa.

En el caso de empresas en que el Fisco directamente o por intermedio de empresas del Estado, instituciones descentralizadas, autónomas o municipales, tenga el cincuenta por ciento o más de las acciones emitidas, la política de inversiones y financiamiento deberá contemplar, además, los criterios de determinación de los precios de venta de sus productos o servicios. Asimismo, en este caso los estatutos deberán establecer que la aprobación de esta política requerirá del voto conforme del Fisco y de la mayoría absoluta del resto de los accionistas.

Artículo 120.- Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 57 de la ley Nº 18.046, en estas sociedades serán también materia de Junta Extraordinaria de accionistas, las siguientes:

a) La enajenación de los bienes o derechos de la sociedad declarados esenciales para su funcio-

namiento en la política de inversiones y de financiamiento, como, asimismo, la constitución de garantías sobre ellos, y

b) La modificación anticipada de la política de inversión y financiamiento aprobada por la Junta Ordinaria.

Artículo 121.- Los acuerdos de la junta extraordinaria de accionistas que impliquen una modificación a los estatutos sociales en cualquiera de las materias ya comprendidas en la reforma que con el objeto de adecuarlos a las disposiciones de esta ley se hubiere efectuado en conformidad al artículo 112, requerirán del voto conforme del noventa por ciento de las acciones emitidas con derecho a voto.

Artículo 122.- Todos los actos o contratos que la sociedad celebre con sus accionistas mayoritarios, sus directores o sus ejecutivos, o con personas relacionadas con éstos, deberán ser previamente aprobados por las dos terceras partes del directorio y constar en el acta correspondiente, sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 44 de la ley Nº 18.046, respecto de los directores.

2.- Del compromiso de desconcentración

Artículo 123.- Con los recursos de los Fondos de Pensiones se podrán adquirir acciones de aquellas sociedades anónimas abiertas que, cumpliendo con los requisitos establecidos en esta ley, se encuentren en alguna de las situaciones contempladas en las letras e) y f) del artículo 45 bis, sólo si la sociedad suscribiere con el o los accionistas que la hacen incurrir en dichas situaciones un compromiso de desconcentración en los términos que establecen los artículos siguientes.

Artículo 124.- El compromiso de desconcentración deberá constar por escritura pública y contener, en forma explícita, las obligaciones que con el objeto de desconcentrarse contraen la sociedad y el o los accionistas, y la forma y plazos en que tales obligaciones deberán ser cumplidas.

Artículo 125.- En el compromiso se podrán establecer plazos para el cumplimiento gradual de la desconcentración, atendiendo al monto del capital de la sociedad y al grado de concentración de su propiedad accionaria.

Los plazos que se establezcan no podrán exceder de cinco años contados desde la fecha de suscripción del compromiso.

Artículo 126.- El compromiso de desconcentración deberá celebrarse dentro del plazo establecido en el inciso tercero del artículo 106. Dentro del mismo plazo, un extracto de él deberá publicarse en el Diario Oficial y en un diario de circulación nacional e inscribirse en el registro de accionistas de la sociedad, al margen de cada una de las inscripciones de acciones que posean los accionistas que hayan suscrito el compromiso. -

Artículo 127.- El extracto del compromiso deberá contener:

a) La individualización de la sociedad y de los accionistas que lo suscriban;

b) El capital social y el número de acciones en que éste se divide, con indicación de sus series y privilegios y valor nominal de las acciones, si los hubiere; el monto del capital suscrito y pagado y el plazo para suscribirlo y pagarlo, en su caso;

c) El número de acciones de cada accionista y el de las personas relacionadas con éste que suscriben el convenio, indicando el porcentaje que tales acciones representan sobre el total de las acciones suscritas de la sociedad;

d) Obligaciones que contraen los suscriptores del compromiso, y

e) Los plazos totales o parciales para el cumplimiento gradual de la desconcentración.

Artículo 128.- Si el accionista no diere íntegro y oportuno cumplimiento a las obligaciones por él contraídas en el compromiso de desconcentración, la sociedad deberá vender en una Bolsa de Valores Mobiliarios, por cuenta y riesgo del accionista, el número de acciones necesario para producir la desconcentración. Del precio que se obtenga, deducirá los gastos de enajenación y entregará el saldo al accionista.

Lo dispuesto en el inciso anterior se entiende sin perjuicio de otras modalidades o sanciones que se hubieren estipulado en el compromiso.

Artículo 129.- La totalidad de los antecedentes relativos a la reforma de estatutos establecida en el artículo 112 y del compromiso de desconcentración y de su extracto deberán ser remitidos por la sociedad emisora a la Comisión Clasificadora, dentro del plazo señalado en dicho artículo, a fin de que ésta adopte el acuerdo a que se refiere el inciso quinto del artículo 106.".

Artículo 2º.- Las disposiciones de esta ley entrarán a regir ciento veinte días después de su publicación en el Diario Oficial.

Disposiciones transitorias.

Artículo 1º.- Durante los seis primeros meses de vigencia de esta ley, corresponderá a la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones confeccionar los proyectos a que se refiere el artículo 107 del decreto ley Nº 3.500, de 1980, agregado por esta ley.

Artículo 2º.- Durante el primer año de vigencia de esta ley, los recursos de los fondos de pensiones que pueden invertirse en acciones deberán circunscribirse a las de las sociedades anónimas abiertas señaladas en el inciso segundo del artículo 45 bis, agregado por esta ley al decreto ley Nº 3.500, de 1980.

Cumplido dicho plazo, los recursos de los fondos de pensiones podrán invertirse en acciones de otras sociedades anónimas abiertas que cumplan los requi-

sitos establecidos en el decreto ley Nº 3.500, de 1980 y, respecto de éstas regirán las restricciones que se indican, durante los plazos que se señalan: en el segundo año de vigencia de esta ley, no se podrá invertir en la forma antedicha más de un 0,5 % del valor de cada Fondo de Pensiones. Este porcentaje aumentará a un 1 % durante el tercer año; a un 4 % en el cuarto y a un 10 % en el quinto, al cabo del cual regirán los límites establecidos en dicho texto legal.

Artículo 3º.- En el evento de que por aplicación de lo dispuesto en esta ley una Administradora de Fondos de Pensiones quedare excedida de los montos o porcentajes de diversificación por emisor que establece el artículo 47 del decreto ley Nº 3.500, de 1980, el exceso de inversión por emisor podrá ser mantenido en el Fondo de Pensiones, en el caso de que se trate de límites establecidos como proporción del Fondo.

En el caso de que se tratare de límites establecidos como montos máximos de inversión por emisor, el exceso podrá ser mantenido hasta por un plazo máximo de dos años.

Si entre la fecha de publicación y la de vigencia de esta ley se hubiere incrementado el monto o porcentaje de inversión en alguno de los emisores que resulten excedidos en los límites de inversión autorizados, según corresponda, dicho incremento deberá ser valorado en cero y liquidado dentro del plazo de seis meses contados desde la fecha de su vigencia, a menos que en el transcurso de dicho plazo se cumpla con los límites de diversificación exigidos.

JAIME BROWNE SOUBLETTE

Viña 9/Enero/85

Querido Pedro

Te agrego los antecedentes de reforma del DL. 3500 y otros antecedentes que se relacionan con el tema. También te envío algunos comentarios míos escritos en primera instancia. Carlos Cáceres también tiene estos informes (pero no mis comentarios), desgraciadamente está tomando sus vacaciones, pero me manifestó que el tema le interesaba mucho; por esa razón se los hice llegar y habría sido mi intención haber tenido una conversación con él.

Considero que lo que se está presentando es algo de mucha importancia y transcendencia

El Viernes próximo tendremos una reunión en Providencia (informal) para comentar estos asuntos; pero, a priori, pienso que hay cierta tendencia a inclinarse hacia el lado burocrático.

Hay algo que no me atrevo a tocar, es la relación entre esta AFP y el Consorcio de Seguros, puesto que el Presidente de éste último es Gerente General de la primera. Es probable que este asunto salga al tapete através de estas reformas. Ya lo comentaremos.

Recibe un cariñoso saludo.

Jaime.

RESUMEN DE MODIFICACIONES AL D.L. 3.500

I.- INTRODUCCION.

Las modificaciones propuestas se refieren a: (1) la introducción del análisis de riesgo de los instrumentos como determinante de la diversificación por emisor de los Fondos; y (2) la ampliación de las posibilidades de inversión, autorizando a los Fondos para que inviertan en bonos convertibles y en acciones preferentes u ordinarias. La primera de ellas persigue reducir los límites de inversión en los emisores más riesgosos y ampliarlos en los de más bajo riesgo y, la segunda, aumentar el número de instrumentos para mejorar las posibles combinaciones de riesgo y retorno.

Ambas modificaciones, en consecuencia, tienen por objeto mejorar la diversificación de manera de reducir el riesgo a que están expuestos los fondos previsionales de los afiliados al nuevo sistema.

II.- ANALISIS DE RIESGO.

A.- Objeto:

Las actuales normas de diversificación, determinan límites de inversión según el tamaño del emisor, pero el riesgo de no pago del capital e intereses de un instrumento de deuda no sólo depende del tamaño del emisor, sino más bien de la solvencia, rentabilidad, nivel de endeudamiento, etc., de la empresa, como también de las características y garantías propias del instrumento, así como de la existencia de un adecuado mercado secundario para éste. En consecuencia, se permite altas inversiones en empresas grandes pero riesgosas, y se inhibe la inversión en empresas pequeñas pero de bajo riesgo. Dicho problema se soluciona perfeccionando las fórmulas vigentes de diversificación, introduciendo en ellas un factor de riesgo de los instrumentos, que permita invertir más en documentos de bajo riesgo y menos en aquellos de riesgo más elevado

PRESENCIA EN LA BOLSA.

SISTEMA

B.- Categorías de Riesgo:

Para perfeccionar las normas de diversificación se propone que los instrumentos de deuda en que puedan invertir los fondos de pensiones, sean previamente clasificados en categorías de riesgo.

las acciones no son instrumentos de deuda.

Para ello se definirán cuatro categorías:

1.- Categoría A : riesgo mínimo.
2.- Categoría B : riesgo bajo.
3.- Categoría C : riesgo medio.
4.- Categoría D : riesgo alto.

Cada una de las categorías antes señaladas tendrá asociado un factor de riesgo, que se incluirá en la actual fórmula de diversificación. Estos factores serán 1.0, 0.8, 0.4, 0.0, para las categorías A, B, C y D, respectivamente.

C.- Clasificación de Riesgo: ¿NO SERÍA CONVENIENTE CONOCER LA OPINIÓN DE LA BOLSA?

1.- Participación y Proceso de Clasificación:

La clasificación de riesgo se hará considerando cinco etapas:

a) Preparación conjunta o separada de un proyecto de clasificación de riesgo por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

b) Revisión por parte de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones de el o los proyectos.

c) Notificación a los emisores y recepción de los antecedentes adicionales que puedan proporcionar.

d) Presentación de todo lo anterior a la Comisión Clasificadora de Riesgo, por parte de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, actuando ésta como secretaría técnica y ejecutiva.

e) Evaluación de los proyectos y presentación y aprobación de la resolución final, por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Por lo tanto, la Comisión realiza la revisión final de la clasificación, es decir, verifica que se haya hecho técnicamente y que haya considerado toda la información relevante. En este sentido, ésta no debe tener personal ni presupuesto sino debe ser sólo la última etapa de revisión.

La Comisión estará formada por siete personas, 3 de ellas del sector público, representadas por los Superintendentes de Administradoras de Fondos de Pensiones, de Banco e Instituciones Financieras y de Valores y Seguros, 3 representantes de las AFP y 1 representante del Banco Central.

2.- Metodología e información pública:

Por los antecedentes señalados anteriormente y debido a la permanente revisión que debe hacerse de las clasificaciones, se ha considerado apropiado que la metodología específica sea normada a través del reglamento de la ley y de circulares. Sin embargo, esto significa que ella debe ser absolutamente pública, cautelando la impersonalidad y no discrecionalidad de las normas de clasificación. Por ello, el acuerdo final de la Comisión será público y fundamentado. Asimismo, las actas de la Comisión y demás antecedentes que llevaron a adoptar el acuerdo final deberán estar a disposición del público que los solicite. Esto es fundamental como medida de control de los acuerdos de la Comisión.

III.- INVERSION EN ACCIONES.

A.- Objetivo:

La exposición al riesgo de los fondos de pensiones se limita a través de una adecuada diversificación, para lo cual es necesario ampliar las posibilidades de inversión a bonos convertibles, acciones preferidas y acciones comunes. Esto beneficiaría a los imponentes del nuevo sistema previsional al permitir ampliar la diversificación y por lo tanto obtener mejores combinaciones posibles de rentabilidad y riesgo. Hay que tener en cuenta que los Fondos crecen rápidamente y que cada vez adquieren mayor importancia dentro del ahorro nacional. Por ello, no es posible pensar que la deuda sea la única fuente de financiamiento de largo plazo para el Estado y las empresas, por cuanto esto significaría una gran riesgo para los Fondos, al concebirse, de esta manera, una economía altamente endeudada.

SE DERIVA AL ESQUEMA COLOCADORA DE VALORES.

B.- Tipo de Empresas:

1.- Sociedades Anónimas Abiertas, por estar amparadas por la ley 18.046, que protege al accionista minoritario y se encuentran fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros.

2.- Productoras de bienes y servicios, es decir con activos reales, para lo cual se exigió que no tuvieran más de un 5% del patrimonio consolidado en inversiones en otras empresas.

3.- Se prohíbe la inversión en acciones de : Administradoras de Fondos de Pensiones y de Fondos Mutuos, y Cías. de Seguros.

C.- Desconcentración de la Propiedad Accionaria:

Los requisitos de desconcentración serán tres:

1.- Que no existan accionistas mayoritarios que concentren , directamente o por intermedio de otras personas relacionadas, más de un 20% de las acciones suscritas, salvo en el caso del Fisco, que se estableció el requisito que venda o se comprometa a vender al menos el 30% de las acciones de la sociedad.

2.- Que más de un 50% del capital haya sido suscrito por accionistas minoritarios y, en el caso del Fisco, que las acciones que no le pertenecen estén en manos de accionistas minoritarios.

3.- Que a lo menos el 15% de las acciones estén suscritas por 100 o más personas naturales no relacionadas con un mínimo de inversión, equivalente a 100 UF en acciones, cada uno.

Para lograr un buen control de la desconcentración en las sociedades que puedan invertir los Fondos se establecieron las siguientes normas:

1.- Los estatutos de las sociedades deben contemplar normas permanentes que impidan la concentración.

2.- La sociedad no puede inscribir un traspaso de acciones que implique sobrepasarse en los límites y estas acciones deben ser enajenadas por el adquiriente.

3.- Limitaciones a la suscripción de acciones y bonos convertibles de modo que no se excedan los límites.

4.- Ningún accionista podrá ejercer el derecho a voto por más del 20% de las acciones con derecho a votar, exepto el Fisco.

5.- La sociedad tendrá la facultad de solicitar a sus accionistas los antecedentes necesarios para determinar el caracter de relacionados. Asimismo, las personas jurídicas accionistas de la sociedad deben entregar la información necesaria para determinar las personas naturales que están detrás de ellas.

Por otra parte, para disminuir los incentivos a la concentración se incluyeron las siguientes normas para dichas sociedades:

1.- Obligatoriedad de tener inspectores de cuenta.

2.- Las políticas de inversión y financiamiento deben ser aprobadas por la junta ordinaria de accionistas.

3.- La enajenación de bienes o derechos esenciales para la sociedad, como también la modificación de la política de inversiones y financiamiento debe ser aprobada por una junta extraordinaria.

4.- Todos los actos o contratos que la sociedad celebre con los accionistas mayoritarios y sus relacionados, deben ser aprobados por dos tercios del directorio y constar en actas.

D.- Mecanismo de Desconcentración:

Se permitirá invertir en una sociedad concentrada cuando ella manifieste irrevocablemente su intención de desconcentración. Este mecanismo es imprescindible puesto que de lo contrario no habría empresas en que los Fondos pudieran invertir,y esta situación se mantendría mientras no hubiera importantes ahorros que pudieran ser canalizados a las empresas en forma de capital. Este mecanismo se denominó compromiso de desconcentración, el cual debe realizarse con todas las formalidades legales y puede tener como plazo máximo, cinco años. El no cumplimiento por parte de los accionistas que lo suscriban hace que la sociedad venda las acciones.

E.- Acciones aprobadas por Comisión Clasificadora:

Los Fondos de Pensiones sólo podrán invertir en empresas aprobadas por la comisión clasificadora de riesgo, la que utilizará una metodología y procedimientos similares a los utilizados para la clasificación de bonos. Las empresas voluntariamente solicitarán dicha aprobación.

F.- Resguardos alternativos para la inversión en empresas públicas:

Dado que no se exige la misma desconcentración a las empresas en que el Fisco tenga el 50% o más de las acciones, se establecieron dos mecanismos alternativos que permiten lograr que en estas empresas se tenga como único objetivo el alcanzar la máxima riqueza para todos sus accionistas. Uno de los mecanismos es que la aprobación de la política de inversiones y financiamiento antes mencionada, sea aprobada con el voto conforme del Fisco y de la mayoría absoluta del resto de los accionistas. Asimismo, dicha política debe contemplar los criterios de determinación de los precios de venta de sus productos o servicios. Además, se estableció el derecho a retiro de la sociedad, cuando la Comisión Clasificadora desapruebe dichas acciones por razones que afecten negativamente su rentabilidad por alguna de las siguientes causales:

a) Modificación de las normas que rijan a estas sociedades en materias tarifarias o de acceso a los mercados.

b) La determinación de sus administradores o de la autoridad en el sentido de fijar las tarifas bajo su costo.

c) La determinación de sus administradores o de la autoridad de adquirir materias primas en términos más onerosas que al promedio que se ofrecen normalmente en el mercado.

d) El otorgamiento de subsidios, siempre que no le fueren otorgados los recursos suficientes para su financiamiento.

e) Otras acciones que atenten contra el objetivo de rentabilidad que deben tener los Fondos.

G.- Ejercicio del derecho a Voto:

Luego de analizar varias alternativas se concluyó que sean las propias Administradoras de Fondos de Pensiones, en su calidad de mandantes de los Fondos inversionistas, quienes ejerzan los derechos inherentes a la propiedad. Con el objeto de evitar conflictos de intereses entre los propietarios de las Administradoras de Fondos de Pensiones y los imponentes, se han introducido diversas restricciones además de las ya señaladas.

1.- Obligación de ser diligente al ejercer estos derechos, al igual como lo debe hacer un Director de una S.A.

2.- Obligación de siempre pronunciarse en las mociones, quedando su voto en actas.

3.- Prohibe el uso de información en beneficio de los directores o ejecutivos de la Administradora.

H.- Accionistas Minoritarios:

1.- No se podrá invertir más de un 5% del Fondo en una empresa.

2.- Un fondo no podrá tener más del 5% de las acciones de una empresa.

3.- No se podrá invertir en acciones de una sociedad accionista de la Administradora.

4.- Los porcentajes señalados en 1 y 2 y los límites de inversión en instrumentos de deuda se rebajan a la mitad en el caso de empresas relacionadas a los accionistas, directores y ejecutivos de la Administradora.

I.- Transitoriedad:

Por un plazo de un año los Fondos sólo podrán adquirir acciones de empresas públicas que deseen desconcentrarse. Vencido dicho plazo, se podrá invertir en forma gradual en acciones de empresas privadas permitiéndose un porcentaje máximo de 0,5% del Fondo durante el segundo año, 1% durante el tercero, 4% en el cuarto y 10% en el quinto, al cabo del cual regirán el límite establecido en la ley, es decir, el que fije el Banco Central que no puede ser superior a 30%, considerando las acciones de empresas públicas y privadas en su conjunto.

COMENTARIOS GENERALES

LOS ESTUDIOS TENDIENTES A MODIFICAR EL D.L. 3500 ALTERARIAN LA MODALIDAD DE DIVERSION DE LOS FONDOS CAPTADOS POR LAS AFP PERMITIENDO ALTERNATIVAS ENTRE OTROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN OFERTA Y NO CASI EXCLUSIVAMENTE EN INSTRUMENTOS ESTATALES DE RENTA FIJA

DE CONTINUARSE CON ESTA POLITICA ESPECIFICA DE [illegible] NADAMENTE EL ENDEUDAMIENTO INTERNO, QUEDANDO EL FISCO COMO CASI UNICO DEUDOR, LO QUE PODRIA DERIVAR AL COLAPSO DEL SISTEMA Y UNA REGRESION AL SISTEMA ANTIGUO

NO PARECE CONVENIENTE, PERO SI PRUDENTE, LEGISLAR HASTA EL EXTREMO QUE LAS TRANSACCIONES QUE SE ESPERAN INTERNACIONALICEN NO SE ENTRABEN POR CAUSA DE UNA EXESIVA BUROCRATIZACION DEL SISTEMA.

EN TODO MECANISMO FINANCIERO EXISTE UN RIESGO CUYA EVALUACION ES EXTREMADAMENTE DIFICIL POR LA DIVERSIDAD DE FACTORES QUE LO DETERMINAN. INDUDABLEMENTE LOS VALORES CONTABLES SON BUENOS INDICADORES, PERO NO SE PUEDE IGNORAR LOS [illegible] EXOGENOS QUE IMPONDERABLEMENTE CONDICIONAN LAS ACTIVIDADES Y EN MUCHOS CASOS ABRAZAN CON LAS PREDICCIONES.

LA ECONOMIA CHILENA QUE POR ESPACIO DE AÑOS SE MANEJO CON CRITERIO SOCIALIZANTE, TRANSFORMANDO FINALMENTE AL FISCO EN UN PATRONATO, CONDUJO AL PAIS A LA U.P. CON CRITERIOS EMINENTEMENTE RIZANTES DE NEFASTAS Y CONOCIDAS CONSECUENCIAS. LA APARICION DE UNA NUEVA POLITICA DE LIBRE MERCADO, FUE UN CAMBIO DEMASIADO PRECIPITADO QUE MUCHOS NO COMPRENDIERON Y TAMBIEN MUCHOS SE APROVECHARON. LA ESTABILIDAD DEL SISTEMA LABORAL Y BANCARIO SE VIERON SERIAMENTE AFECTADOS, SITUACION QUE PERDURA HASTA HOY DIA

LA SOBREVALORIZACION DE ACTIVOS ENTREGADOS EN GARANTIA Y LA FALTA DE APLICACION DE ESOS FONDOS EN MECANISMOS DE RENTABILIDAD OBLIGATORIA, SOLO FAVORECIO A QUIENES PODIAN DECIDIR EL DESTINO DE ESOS FONDOS [illegible] LOS PROPIETARIOS [illegible], DESTRUYENDO ASI LA ESCENCIA DE LA SOCIEDAD ANONIMA EL MAS ETICIENTE SISTEMA DE CAPITALIZACION Y [illegible]

PANORAMA ACTUAL

CON EL FIN DE CONTROLAR LA INFLACION, SE HA RECURRIDO A DISMINUIR LA EMISION; POLITICA EN CIERTA MANERA JUSTIFICABLE DADO EL ALTISIMO INDICE DE DESEMPLEO. LA CONSECUENCIA ES QUE LA FLUIDEZ DEL MERCADO SE RESTRINJE Y EL GASTO SE CANALIZA A SERVICIOS Y BIENES DE CONSUMO PERECIBLES.

LAS EMPRESAS POR LO GENERAL, DESTINAN SUS RESULTADOS OPERACIONALES A CUBRIR SUS DEUDAS, EN SU GRAN MAYORIA BANCARIAS Y LOS BANCOS A SU VEZ AL VER DISMINUIDO EL FLUJO DE DINERO, SE COMPENSAN COBRANDO INTERESES MAS ALLA DE LO QUE SUS ACREEDORES SANAMENTE LES PUEDEN PAGAR.

EL MERCADO ACCIONARIO HA PERDIDO INTERES PARA EL PEQUEÑO ACCIONISTA Y ES NOTORIA LA DISMINUCION DE TRANSACCIONES A NIVELES PERSONALES. OTRO FACTOR QUE INFLUYE NEGATIVAMENTE SOBRE ESTE MERCADO ES LA DISPERSION QUE SE MANIFIESTA ENTRE LA COTIZACION Y LA REALIDAD DE VALOR DE LA DIVISA EXTRANJERA

OTRO FACTOR QUE INQUIETA AL POSIBLE INVERSIONISTA ES LA DESCONFIANZA QUE HAN PRODUCIDO LOS ORGANISMOS ENCARGADOS DE CAUTELAR EL SISTEMA, GENERALMENTE DENOMINADOS "SUPERINTENDENCIAS", "COMISIONES", ETC.

ALGUNOS COMENTARIOS DE PROCEDIMIENTO

PARTIMOS DE LA BASE DE QUE TODO EL APARATAJE EXISTENTE HA SIDO FRUTO DE MUCHO ESTUDIO Y QUE SU ESTRUCTURA BASICA OBEDECE A UNA EXPERIMENTADA LÓGICA. SIN EMBARGO POR RAZONES CUYO ORIGEN SERIAN EXPLICABLES, PERO QUE NO ES EL CASO ANALIZAR AHORA. HAN DEMOSTRADO NO SER EFICIENTES.

PARECERIA PRUDENTE QUE ANTES DE IMPROVISAR SOBRE FÓRMULAS, EN SU MAYORÍA ACADÉMICAS Y MUY RESPETABLES, SE REVISARAN LAS RESPONSABILIDADES, REALIDAD Y PROCEDIMIENTOS DE LOS ORGANISMOS DE CONTROL EXISTENTES. ES POSIBLE QUE LA RENOVACION DE ELLOS, SU AMPLIACION O LA INCORPORACION DE NUEVOS ELEMENTOS, PUEDAN PERMITIR UNA ACCION MAS REAL QUE JUNTO CON GARANTIZAR SU ACCION LES PERMITA AMPLIAR SU CAMPO DE INFLUENCIA

LA RIQUEZA DE UN PAIS SE BASA FUNDAMENTALMENTE EN SUS RECURSOS NATURALES (LOS ARABES) O EN SU CAPACIDAD DE TRABAJO (JAPON). LOS RECURSOS QUE PUEDEN LOGRARSE PUEDE QUE SEAN SIMILARES, PERO EL DESTINO DE ESOS RECURSOS MUY DICIMILES. NADIE ES TAN RICO COMO LOS ARABES NI TAMPOCO TAN TRABAJADOR COMO UN JAPONES. HAY UN TÉRMINO INTERMEDIO EN QUE TENEMOS QUE MOVERNOS QUE NOS DEPARE UNA VIDA BURGESA QUE ORIGINA EL AHORRO. LA GENTE AHORRA NO PARA GANAR DINERO SINO PARA COMPRAR TRANQUILIDAD Y CONSIDERA QUE ESTA COMPRA ES UN DERECHO MÁS QUE UNA PROPIA RESPONSABILIDAD. DE AHI QUE LA ADMINISTRACION DE ESTOS APORTES NO TIENEN EL SIMPLE CARACTER DE TRANSACCIONES AFORTUNADAS Y NECESITAN QUEDAR INVOLUCRADAS DENTRO DE UN SISTEMA COMPARTIDO.

NOS INCLINAMOS A PENSAR QUE UNA MANERA DE HACERLO SERIA:

1° PONER EL DINERO EN OFERTA ATRAVÉS DEL MERCADO BANCARIO. A UN INTERES RAZONABLE EN QUE ENTRARIA A CONJUGARSE EL CORTO O MEDIANO PLAZO FRENTE AL LARGO PLAZO. LA CALIFICACION DE RIESGOS SERIA MATERIA DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y A SU VEZ LOS BANCOS, ATRAVÉS DE SU SISTEMA, DIVERSIFICARIAN LA INVERSION AMPLIAMENTE

2° DEBENTURES SE PODRIAN SUSCRIBIR DEBENTURES A EMPRESAS QUE NECESITAN FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS DE DESARROLLO CALIFICADOS, BIEN PLANTEADOS Y ANALIZADOS POR PERSONAS O INSTITUCIONES ACREDITADAS. SI LA EMPRESA PROSPERA, PUEDE PAGAR LOS DEBETURES EMITIENDO Y DE LO CONTRARIO PAGANDO POR SU RESCATE.

LA IDEA ES RETORNAR EL DINERO DEL AHORRO AL MERCADO DE FORMA QUE ESTIMULE LA ACTIVIDAD; DE NO SER ASI, NO NOS PARECE QUE EXISTA UNA FORMULA MÁGICA QUE PUEDA ENDEREZAR EL PROBLEMA SIN RECURRIR A SOLUCIONES INFLACIONARIAS, CUYAS CONSECUENCIAS YA CONOCEMOS, Y DEJANDO TODO EN MANOS DEL ESTA

PENETRAR EN EL MERCADO ACCIONARIO SERIA ALEATORIO... EN PRIMER LUGAR ES POCO ATRACTIVO RESPECTO A SU RENTABILIDAD. SEGUNDO, SU DEFINICION PATRIMONIAL AUN NO ES CLARA. TERCERO: LOS INDICADORES ANTE LOS CUALES BASAN SUS DIAGNOSTICOS FIRMAS ESPECIALISTAS AMERICANAS, DEJARIAN A LA TOTALIDAD DE LAS EMPRESAS CHILENAS EN LO QUE ELLOS LLAMAN "UNATTRACTIVE LIST"

INSISTO EN UN ULTIMO COMENTARIO:

ME REFIERO A PATRIMONIO (NO A ACTIVOS OPERACIONALES)

LOS BIENES DEL ESTADO SON PATRIMONIO DE TODOS LOS CHILENOS. SOMOS DUEÑOS DE ELLOS, AUNQUE NI SIQUIERA HUBIERAMOS TENIDO QUE COMPRARLOS. TODOS LOS BIENES DEL ESTADO, DEBERIAN TENER 12 MILLONES DE ACCIONES UNA POR CADA CHILENO Y PARA DISPONER LIBREMENTE DE ESTE PATRIMONIO SE DEBERIA CITAR A UNA JUNTA, (EN ESTE CASO UN PLESBICITO), PARA DECIDIR LIBREMENTE DE ELLOS. SERIA ENGORROSO. MI PROBLEMA CONSISTE EN QUE EL ESTADO, SIENDO UN ADMINISTRADOR, PRETENDA VENDERLE BIENES A PERSONAS QUE DE UNA U OTRA MANERA YA LOS PAGARON O LOS ESTAN PAGANDO ATRAVES DEL CAMINO DEL AHORRO. SI QUIERE VENDER, VAYA A LA BOLSA DE COMERCIO Y PONGASE EN OFERTA, PROBABLEMENTE VA A VER UNA REALIDAD INSOSPECHADA SI TODO SE TRANSA EN $ CHILENOS CUYO ORIGEN ES DE FACIL DETECCION.

<u>ALGUNAS OBSERVACIONES</u>

TENEMOS ENTENDIDO QUE EL ORIGINAL D.L 3500 FUE REDACTADO POR DN. JOSE PIÑEIRA, PERO NO SABEMOS CLARAMENTE QUIEN ES AUTOR DE LAS MODIFICACIONES QUE SE PIENSAN INTRODUCIR Y, TRATANDOSE DE UN TEMA LEGAL ESPECIALIZADO; NO ESTARIA DEMAS SOLICITAR UN INFORME AL DIRECTORIO QUE SEÑALE POSIBLES INCONGRUENCIAS SI LAS HUBIERE, POR EL DPTO LEGAL.

SE HABLA DE LA FORMACION DE UNA COMISION CALIFICADORA DE RIESGOS CUYA FINALIDAD ES ESTABLECER NIVELES DE PELIGROSIDAD DE A HASTA D. EXISTEN EN OTROS PAISES FIRMAS ESPECIALISTAS DE ANALISTAS DEL MERCADO, PERO QUE EN VEZ DE CALIFICAR RIESGOS, DESPUES DE UN EXAUSTIVO ANALISIS MENSUAL DEL MERCADO (EN CHILE LO HACE LA BOLSA DE COMERCIO EN SU BOLETIN MENSUAL) POR UN CONSENSO DE ESPECIALISTAS ESTABLECE 2 LISTAS 1) "RECCOMENDED LIST", 2) "UNATTRACTIVE LIST", SIN LLEGAR A INDICES; CAMBIANDO A JUICIO DE ELLOS CUALQUIER EMPRESA DE UNA LISTA A OTRA. (VER ANEXO)

TODO ESTO SE BASA EN UNA "RECOMMENDED LIST POLICY"

ESTA "POLITICA DE CALIFICACION" DEBERIA SER CONOCIDA POR LOS DEPARTAMENTOS FINANCIEROS DE LAS AFP COMO EL CRITERIO QUE INSPIRA LA OPERATIVIDAD DE LA MODIFICACION DE LA LEY. DE NO PLANTEAR UN CRITERIO MUY CLARO AL RESPECTO LOS INDICES DE CALIFICACION PUEDEN PERDER POR COMPLETO SU OBJETIVIDAD SOBRETODO TRATÁNDOSE DE APRECIACIONES FINANCIERAS QUE DE SUYO SON SUBJETIVAS.

LA COMISION TECNICA DE LA SUPERINTENDENCIA DE AFP REPARTIRA A LAS AFP LAS APLICACIONES QUE RECIBA COMO PROBABLES PARA EJECUTAR INVERSIONES LAS AFP ELABORARAN UNA CLASIFICACION QUE FINALMENTE LA COMISION LE DARA SU APROBACION DEFINITIVA. NO DEBE OMITIRSE MENCIONAR QUE HAY 12 AFP, O SEA 12 OPINIONES. DE AHI QUE CREEMOS IMPORTANTE ESTABLECER LA "POLITICA DE CALIFICACION".

VINA, ENERO 9/85

Paine Webber
Mitchell Hutchins Inc.

Recommended List Policy

The *Recommended List* is newly formed each month, based on the closing price on the last trading day of the month. In some cases a change in opinion is based on price, in other cases on fundamentals.

Recommended List stocks must meet six minimum criteria:

- The common stock must have a float of at least $25 million and trade an average of at least 2,000 shares a day.
- A candidate must be of "investment quality." In general, this means that we will avoid speculations, including those based on hard-to-forecast events such as mergers.
- Our analyst must closely follow the company.
- Paine Webber Mitchell Hutchins must have published a report on the company within the last three months.
- In the judgment of our analyst, a buy candidate should offer the potential to outperform the S&P 400 Index by at least ten percentage points (a negative ten points for sell candidates) during the next 12 months.
- In the judgment of our analyst, the stock should offer at least a two to one ratio of gain to loss based on future 12 months' targeted high and low prices (the converse for sell candidates).

PWMH may be researching, or even recommending, other companies that we characterize as attractive or unattractive but which do not meet all of these criteria. In a few cases, participation in underwritings prohibits including a company on our *Recommended List*.

MINISTERIO DEL TRABAJO
Y PREVISION SOCIAL
INSTITUTO DE NORMALIZACION
PREVISIONAL

13

Santiago, 25 Enero 1985

Señor
Pedro Ibáñez O.
Providencia 545 - Departamento 65
Presente

Estimado don Pedro:

De acuerdo a lo conversado con Ud. en el día de ayer, le acompaño los datos que me comprometí hacerle llegar.

- Los gastos de pensiones representan un 7,8 % del G.P.G.B. durante 1984, vale decir, por cada 100 que el país produce, 7,8 van a financiar pensiones.

- Los gastos de pensiones representan un 23,2% del presupuesto fiscal para el ejercicio 1984.

NOTA: En estas cifras no están consideradas otras prestaciones previsionales como lo son los gastos por concepto de asignación familiar y por subsidio de cesantía.

Las cifras dadas sólo corresponden a gastos en pensiones.

Me permito acompañarle un comentario adicional a nuestra conversación de ayer. Se sostiene "que la Reforma Previsional pone en una seria encrucijada a las Finanzas Públicas", o bien, "que la Reforma Previsional explica el déficit fiscal actualmente existente".

Estas afirmaciones, a mi juicio, no son del todo justas.

¿Qué hubiera ocurrido con el actual aporte fiscal para financiar pensiones si el sistema previsional "antiguo" se hubiese administrado en forma eficiente? Si ello hubiera ocurrido, sin duda alguna, el aporte fiscal hoy sería menor.

De manera entonces, que sería más correcto, decir que el actual nivel de gastos tiene su causa principal en la ineficiencia del sistema antiguo y una causa marginal por concepto de la Reforma Previsional (vía financiamiento de los bonos de reconocimiento).

MINISTERIO DEL TRABAJO
Y PREVISION SOCIAL
INSTITUTO DE NORMALIZACION
PREVISIONAL

Un Ejemplo: durante la administración del señor Frei, y con los aportes previsionales de los imponentes de EMPART, se compró una infraestructura computacional que no benefició a esta institución, sino que permitió la formación de ECOM.

Este ejemplo demuestra una constante: los Fondos de Pensiones del sistema antiguo se distrajeron en operaciones ajenas al giro previsional.

Le reitero que estoy a su disposición para aquellas materias que Ud. considere le pueda resultar de utilidad. (Huérfanos 1273, 8° piso, teléfono 6967830).

Lo saluda atentamente,

INSTITUTO DE NORMALIZACION PREVISIONAL
DIRECTOR
EMPLEADOS

Norman Bull de la Jara

NORMAN BULL DE LA JARA
Director
Instituto de Normalización Previsional

¿Capitalismo popular o sólo rechazo a los grupos?

I. Introducción

El capitalismo popular es una idea que nuevamente ha salido a la luz producto del proyecto de ley de regularización de la banca intervenida. En su apoyo se ha escrito que la práctica de difundir el capital entre un gran número de personas es lo que ha dado grandeza a los países desarrollados,[1] y se ha dicho que el objetivo es que la clase media acceda al manejo de la actividad privada del país. Y como ejemplo se cita que en los Estados Unidos existirían alrededor de 100 millones de pequeños accionistas.[2]

Mi intención no es analizar el proyecto de ley exhaustivamente sino exponer cuan de cierto hay detrás de la idea del capitalismo popular y por lo tanto en sus efectos para el sistema económico y político de un país.

II. Capitalismo popular en los Estados Unidos

Es conveniente comenzar por analizar cuan difundido está el capital en los Estados Unidos ya que es el país que se cita como ejemplo.

Según un estudio publicado en 1974 en la American Economic Review muestra que el 1% más rico de la población norteameri-

---

[1]Editorial diario "El Mercurio" del día 7 de Diciembre de 1984.

[2]Declaración de Ministro Collados, aparecidos en "La Tercera de la Hora" del día 6 de Diciembre de 1984, pág. 6.

cana es dueña del 50,8% de las acciones de las empresas.[3] Otro estudio es menos conservador que el anterior ya que estima que el 75,4% de todas las acciones es poseída por esa fracción de la población.[4] Cualquiera sea el método más correcto de estimar la propiedad de las acciones, está claro que ese 1% de la población recibe el grueso del ingreso proveniente del capital.

Las anteriores cifras hacen dudar sobre la existencia de un capitalismo popular en los Estados Unidos, entendiendo como tal una amplia difusión de la propiedad accionaria.

Que la clase media maneje la actividad económica de un país con una distribución de la propiedad accionaria como la de los Estados Unidos es ilusorio. En el año 1969 el 84% de la fuerza laboral de Estados Unidos eran trabajadores y empleados asalariados, el 9% empleados por cuenta propia y el 7% eran gerentes y ejecutivos.[5] Hay que hacer notar que los empleados por cuenta propia es un grupo que ha venido disminuyendo constantemente para ir engrosando el primer grupo principalmente. La tendencia ha sido que cada vez más las personas pasen a ser empleados de alguna

---

[3]James D. Smith y Stephen D. Franklin "The concentration of Personal Wealth" American Economic Review 64 (Mayo 1974) pág. 166.

[4]R.S. Lampman, "The Share of Top Wealth Holders in National Wealth" Princeton 1962.

[5]Michael Reich, "The Evolution of the U.S. Labor Force", en R. Edwards , M. Reich, y T. Weisskopf, eds. The Capitalist System (Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall, 1972) pp. 174-183.

empresa, cuya propiedad está concentrada en los sectores más ricos de la sociedad norteamericana.

Quizás estas cifras sorprenden a muchos que creían en la existencia de un capitalismo popular y una menor desigualdad en los Estados Unidos. La distribución de la riqueza es muy desigual, mientras que la distribución de los ingresos provenientes del trabajo es menos desigual lo que puede llevar a confundir ambos conceptos. Tampoco debe creerse que la tendencia en los Estados Unidos es hacia una concentración y desigualdad cada vez mayor de la riqueza y de los ingresos. Ha sucedido justamente al contrario, puesto que en los años 20 tales diferencia eran mayores aún.[6] Lo que ha sucedido después es un aumento notable de los ingresos para todos los sectores lo que ha permitido mejorarles su nivel de vida a través del tiempo y una disminución en la concentración de riqueza y los ingresos, aunque no es muy pronunciado como lo demuestran las cifras actuales. Esta disminución en parte ha sido producido por la mayor intervención estatal en la economía norteamericana producto de la gran depresión de los años 29 y 30. Sería conveniente analizar cual es el aporte efectivo a este proceso realizado por el Estado y la importancia del sistema político que ha permitido lograr una estabilidad y permanencia del sistema económico con las características anteriores, pero no es del caso tratarlos aquí.

---

[6]Robert L. Heilbroner y Lester C. Thurow. Understanding Macroeconomic. (Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall, 1981) pág. 36.

III. Desconcentración bancaria

Lo que si es pertinente es preguntarse por qué se ha llegado a plantear la difusión de la propiedad accionaria como algo que se debe hacer, lo que tendría la consecuencia de crear un capitalismo popular, como afirman algunos personeros.

El objetivo de desconcentración, sobre todo en el sector bancario, es producto de la experiencia sufrida en la administración de las empresas y bancos por los llamados grupos económicos. Se les acusa de haber tratado de sacar el máximo de utilidad a los bancos y empresas por ellos controlados, para beneficio propio, lo cual habría llevado a la quiebra a tales instituciones. Luego se considera que tales grupos no deben volver a tener ingerencia en la propiedad de las empresas y por ello deben ser poseídas por muchos inversionistas pequeños donde ninguno tiene el poder suficiente para controlarlas. Ese parece ser el mejor de los mundos para quienes no desean la concentración de la propiedad.

Parece haber algo erroneo en tal análisis y es la motivación existente en una economía capitalista. Cada agente económico debe tratar de obtener el máximo de utilidad en sus acciones, las cuales están restringidas por el marco legal del país. Si cada uno de los agentes económicos observa tal conducta, se obtendrá el máximo beneficio para toda la sociedad. Así entonces, si un empresario dueño de algún negocio pequeño, actúa maximizando sus utilidades y a la vez observando las leyes, nadie lo irá a culpar de tratar de obtener provecho en beneficio propio, ya que de eso se trata. Sin embargo, si ese mismo empresario es dueño de un

gran banco o una gran empresa, no parece que le es aplicable la misma regla. La razón de ello es que el tamaño de la empresa influye mucho en el poder que otorga al dueño o a quienes la dirigen, efecto aún más pronunciado en economía pequeñas como la chilena. Y justamente el poder de influir en la economía, en las otras empresas, en el precio, etc., es algo que no es considerado en el análisis económico de competencia perfecta, donde existen muchas empresas y ninguna influye en nada, lo que lleva a concluir que el óptimo económico se logre con una actitud de máximo beneficio. El análisis económico también considera el caso de la empresa monopólica, donde concluye claramente que lo que es mejor para la empresa, no es lo mejor para la sociedad. La recomendación que hace el análisis económico es que es necesario regular y controlar el monopolio de modo de impedirle que maximice sus utilidades siendo el objetivo de tal control el maximizar el beneficio social. Este es el quid del asunto, puesto que la estructura industrial típica en varias industrias en Chile es la existencia de pocas o una empresa que domina ese sector, dando origen al monopolio u oligopolio.

Mientras mayor sea el tamaño de una empresa, mayor será su poder y su influencia económica y también, porque no mencionarlo, política. En el caso de los bancos es más notorio tal poder porque tienen a su disposición gran cantidad de recursos financieros en forma de depósitos y que los pueden dirigir a las inversiones y personas que ellos deseen. Por supuesto, que con competencia e información perfecta los recursos se irían hacia aquellos sectores y personas con los mejores proyectos, pues con

ello maximiza sus utilidades. Pero nuevamente aquí no se toman en cuenta las imperfecciones del mercado que harán que utilizando el mismo criterio de maximización de utilidades se llegará a una asignación de los recursos distinta al caso de competencia e información perfecta.[7] Además el caso de los bancos es aún más complicado porque existen otros factores tales como externalidades que pueden crear en el resto de la economía al dejar de operar. De hecho se les considera un sector especial de la economía y se le trata como tal en todos los países del mundo.

Volviendo al tema central de la conveniencia de que un banco sea manejado y controlado por una persona o grupo económico, no es difícil percatarse que mientras más grande e importante sea el Banco (Banco de Chile y Santiago) más poder e influencia tendrá esa persona en el proceso de otorgar y recibir préstamos en relación al total de fondos en la economía. Si esa persona sólo se dedica a los bancos, puede que los recursos los dirija a los sectores más eficientes y rentables como puede que no y eso dependerá de las características del mercado de capitales en cuanto a competencia, la existencia de seguros pagados o gratuitos sobre los depósitos, calidad de la información y transparencia, etc.. Si a lo anterior se agrega que el dueño del banco es además propietario de otras empresas, se cuenta con el cuadro completo con respecto a cuales pueden ser las operaciones del banco. Es totalmente lógico y racional que este dueño decida, por ejemplo, prestarle el dinero

---

[7]Incluso en mercados de capitales donde los bancos son pequeños y no tienen poder monopólico, hay quienes afirman que existirá racionamiento del crédito y por lo tanto no existe una tasa de inte-

del banco a sus otras empresas, si es que cree con ello que está maximizando su beneficio total, el cual naturalmente no tiene porque coincidir con el beneficio del banco considerado individualmente.

A. Bello

En mercados pequeños y poco competitivos como el chileno, tal tipo de conductas perfectamente aceptables en esquemas de mercados competitivos y perfectos, puede llevar a situaciones insostenibles al sistema financiero con su consiguiente efecto sobre la economía del país. De mas está comentar cuales son los beneficios de controlar la banca y el poder que ella tiene por sobre la actividad económica. Por algo es incluida en primera lista en los programas socialistas como objetivo para estatizar.

No debiera extrañar entonces el comportamiento de los grupos y personas que controlaban los bancos ya que su único obje-

---

rés determinada por lo que tradicionalmente se entiende un mercado competitivo.
Ver:
Stiglitz, Joseph E. y Weiss, Andrew, "Credit Rationing and Markets with Imperfect Information" American Economic Review, Junio 1981, 71, 393-411.
_____ y _____ , "Incentive Effects of Termination: Applications to the Credit and Labor Markets" American Economic Review, December 1983, 73, 912-27.
Greenwald, Bruce, Stiglitz, Joseph E. y Weiss, Andrew, "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations" American Economic Review Proceedings, May 1984, 74, 194-99.

tivo era el de lograr el máximo beneficio dadas las restricciones reales que existían. Si tales actitudes son consideradas indeseables desde el punto de vista de la sociedad, lo que se debiera hacer es muy claro, no permitirlas. Lo que pasó fue que probablemente algunas autoridades no pensaron o no creyeron que existía esta dualidad entre el beneficio social y el beneficio individual y al no existir no es necesario hacer nada. Por eso, aún existiendo mecanismos legales para controlar y prohibir ciertas acciones, no van a ser usados porque ello sería interferir en el proceso de asignación de recursos que se suponía el más eficiente y óptimo.

Si bien en la actualidad, los vientos soplan hacia un mayor control efectivo de la actividad bancaria, se plantea además que para que nunca nadie más tenga el control de un banco importante, lo cual reconoce implícitamente lo afirmado en este artículo sobre el poder que otorga ser dueño de ellos, es necesario que sea distribuida su propiedad en una infinidad de pequeños accionistas y así no existiría nadie con control sobre el banco que pudiera utilizar sus recursos en beneficio propio.

Es cierto que si se logra distribuir su propiedad en muchos accionistas, teoricamente ninguno de ellos sería capaz de controlar el proceso de otorgar y recibir préstamos, pero la consecuencia de ello es que tampoco serán capaces de controlar a la administración. Supuestamente, es posible hacerlo con el sistema de directorios y juntas de vigilancia, pero es sabido que en las grandes instituciones se forman las burocracias, tecnocracias,

etc., que se autogeneran y logran tener un mayor poder sobre el manejo de ellas que sus propios dueños. Cuando eso ocurre nada impide que sean los administradores quienes utilicen los recursos del banco en su máximo beneficio, aunque ello no puede implicar las mismas acciones llevadas a cabo por un dueño único. Ubicándose en un escenario donde los ejecutivos bancarios no poseen otros negocios y no manipulen el mercado financiero y el crédito, aún existe el problema de que no van a ser controlados rigurosamente en su desempeño por los accionistas. Esta es una crítica común planteada a la administración de la empresa donde existen muchos dueños.[8] Los objetivos de los dueños de la empresa no coinciden con los objetivos de la administración y para poder compatibilizarlos es necesario incurrir en los llamados costo de agencia.[9]

---

[8]El lector que desee profundizar en este problema clásico puede consultar los siguientes libros:
Cyert, R.M. y J.G. March. A Behavioral Theory of the Firm. Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J. 1963.
Marschak, J. y R. Radner, Economic Theory of Teams (Cowles Foundation Monograph 22) Yale University Press, 1972.
Williamson, O.E., The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objetives in a Theory of the Firm. Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1964.
El siguiente artículo también puede ser incluido:
Machlup, F., "Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial", The American Economic Review, Marzo 1967, 1-33.

[9]El lector interesado en profundizar sobre los costos de agencia, se puede remitir a:
Jensen, M. y W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" Journal of Financial Economis, Octubre 1976, 305-360.

En una situación de este tipo, los perjudicados van a ser los accionistas y la economía en general, al no tomar la administración las decisiones que maximizan el objetivo de los dueños, que se suponen son las óptimas.

Conclusiones

En términos de eficiencia es mejor que exista un solo dueño de una empresa y eso también es verdad para el caso de un banco. El problema de ello es el beneficio que puede obtener en desmedro de los otros agentes económicos y poniendo en peligro el sistema financiero con los consiguientes efectos sobre la economía.

El difundir la propiedad pone en peligro la eficiencia del sistema bancario sin necesariamente eliminar los problemas del sistema de control por un solo dueño. Además, el poner límites a la propiedad es un poco ilusorio, según lo demuestra la experiencia.

Otra solución parecida a la propuesta pero que no ha sido planteada es dividir los bancos grandes en muchos bancos chicos, como ocurre en los Estados Unidos, para vedar el poder monopólico sobre el mercado. Economicamente tampoco es una solución buena ya que se pierden las economías de escala que da el tamaño, con lo cual también se perdería eficiencia y recursos.[10]

La solución parece ser tener una buena regulación y control de la actividad bancaria, tanto en su concepción como en su ejecución de modo de no permitir las actividades no deseadas por la sociedad.

Es responsabilidad del gobierno velar por el beneficio de la sociedad como un todo y por ello tiene la obligación de no per-

---

[10]Aunque lo que se puede perder de eficiencia operacional, se puede ganar en una mayor competitividad y con ellos menores precios por

mitir que el interés particular se sobreponga al interés general. Cuando éstos coinciden, el gobierno no debe interferir, pero lamentablemente eso ocurre en economía sólo en situaciones de competencia perfecta, lo cual no es la realidad en la mayoría de los sectores económicos. Lo anterior no quiere decir que siempre que no existe una situación de competencia perfecta se deba regular, puesto que ésto también tiene costos. Luego se deben ponderar la gravedad de las distorsiones en los mercados y cuales sería los beneficios y los costos de corregirlos. Sólo cuando los beneficios son mayores que los costos se debe regular y controlar. Parece existir consenso que tal acción en el sector bancario tiene mayores beneficios que costos, pero siempre existen alternativas que es necesario evaluarlas para elegir aquella que otorgue el mayor beneficio con el menor costo. El difundir la propiedad de los bancos en muchas personas no pareciera ser tal alternativa.

---

los servicios. Existen innumerables estudios a este respecto y entre ellos se pueden mencionar:
Alhadeff, A. David, Monopoly and Competition in Banking. University of California Press. Berkeley y Los Angeles. 1954.
Frederick W. Bell y Neil B. Murphy, "Impact of Market Structure on the Price of Commercial Banking Service", The Review of Economics and Statistics, vol. 51, Nº 2, pp. 210-213, Mayo 1969.
George J. Benston, "Branch Banking and Economies of Scale", The Journal of Finance, vol. 20, Nº 2, pp. 312-331, Mayo 1965.
George G. Kaufman, "Bank Market Structure and Performance", Southern Economic Journal, vol. 32, Nº 4, pp. 429-439, Abril 1966.
Paul Meyer, "Price Discrimination, Regional Loan Rates, and the Structure of the Banking Industry", Journal of Finance, vol. 21, Nº 1, pp. 37-48, Marzo 1967.

PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA
OFICINA DE PLANIFICACION NACIONAL
ODEPLAN

GASTO FISCAL POR CONCEPTO DEL ANTIGUO SISTEMA

ANTECEDENTES GENERALES.-

Los déficit operacionales del Sistema Previsional se calcularon en base a una serie de antecedentes y consideraciones tanto por el lado de los ingresos como de los gastos.

En general la realización de estas proyecciones en base a los antecedentes existentes presenta algunas limitantes por lo que los resultados deben interpretarse como órdenes de magnitud de las variables.

Se realizaron las estimaciones para todo lo que corresponde a déficit operacional del Sistema Previsional, excluido el pago de bonos de reconocimiento, y en forma separada se realizaron las proyecciones de estos últimos. Luego se procedió a agregar ambos resultados obteniéndose así el monto de recursos de cargo fiscal por concepto del antiguo sistema previsional.

Los resultados se entregan en miles de U.F., no se consideran cambios sustanciales en cuanto a variación de remuneraciones de activos, base del cálculo de las imposiciones, no reajustabilidad de pasivos.

PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA
OFICINA DE PLANIFICACION NACIONAL
ODEPLAN

METODOLOGIA Y CONSIDERACIONES CON RESPECTO A INGRESOS.-

Los principales ítems de ingreso que presentan las cajas de previsión son por concepto de imposiciones, recuperación de préstamos, transferencias y otros.

Ingresos por Imposiciones

Con respecto a los ingresos por imposiciones los hay por concepto de jubilaciones, montepíos y desahucio, teniendo cada Caja su propia reglamentación al respecto.

La tendencia del monto de recursos por estos ingresos depende principalmente del cambio de activos a pasivos, de las defunciones de los imponentes y en un grado menos significativo de los futuros traspasos al nuevo Sistema Previsional.

De igual modo se puede esperar efectos derivados del incremento del nivel de ocupación para los años futuros para el caso de aquellos trabajadores que inmediatamente antes de quedar en situación de desocupados cotizaban en el antiguo sistema.

Asimismo es dable esperar algún incremento en estos ingresos proveniente tanto de una recuperación de pago de cotizaciones atrasadas, como de más oportunos pagos a futuro.

En el tratamiento de este item de ingreso nos enfrentamos a una limitante sería, ella es el poder predecir cuál será la evolución que experimentarán las remuneraciones reales de los imponentes activos del sistema, puesto que, al ser las cotizaciones previsionales un porcentaje de estas remuneraciones ésta determina la evolución que tendrá en términos reales los ingresos por este concepto.

Para efectos de proyectar esta variable, teniendo presente lo señalado en el párrafo anterior, se consideró que las remuneraciones, base del cálculo de ella, permanecían constantes en términos reales. Se tomó como punto de partida la situación promedio 1983 y se proyectó atendiendo a las características de cada una de las cajas y a supuestos de descrecimiento vegetativo (traspaso de activos a pasivos y defunciones de imponentes en el tiempo) de cada una de ellas. Las demás variables mencionadas no fueron consideradas por estimarlas poco significativas.

Ingresos por recuperación de préstamos

Los préstamos aludidos corresponden a préstamos médicos para imponentes y ex-imponentes, los cuales seguirán existiendo. Los ingresos por recuperación de estos préstamos son relativamente constantes en el tiempo.

Por otro lado antes se otorgaban préstamos habitacionales y personales cuya recuperación constituye un ingreso decreciente en el tiempo.

Teniendo presente lo anterior y la situación particular de cada caja al respecto, la tendencia de esta variable se supuso levemente decreciente.

Ingresos por transferencias

En este punto nos estamos refiriendo a las transferencias provenientes de la Caja Revalorizadora de Pensiones. Esta Caja realiza aportes a las Cajas de Previsión por montos independientes de lo recaudado por cada una de ellas. Los déficit que va experimentando período a período son cubiertos con los saldos de períodos anteriores, motivo por el cual en un futuro se desfinanciara y se acabara como tal, junto con esto, como es lógico, también terminarán los aportes, pero no así las cotizaciones por este concepto.

El tratamiento que se le dio a esta transferencia, en consecuencia con lo planteado anteriormente, consistió en hacer cero el monto de ingreso por este concepto y agregarle al Item de Ingresos Previsionales el 2% de las cotizaciones que actualmente van a la Caja Revalorizadora.

El fin de esta caja se espera para el año 198 aproximadamente.

Otros ingresos

En este item consideramos conceptos tales como :

En general son de poca relevancia y se les considerá levemente decrecientes en el tiempo.

PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA
OFICINA DE PLANIFICACION NACIONAL
ODEPLAN

METODOLOGIA Y CONSIDERACIONES CON RESPECTO A LOS GASTOS.-

Los principales item de gastos que presentan las cajas de previsión son por concepto de gastos en personal, bienes y servicios de consumo, prestaciones previsionales; pensiones asistenciales y préstamos médicos.

Gastos operacionales

Por gastos operacionales se entienden aquellos gastos realizados en personal y bienes y servicios de consumo, los cuales son intrínsecos a la operatoria del sistema.

El tratamiento que se le dio a estos conceptos de gasto fue el dejarlos leve - mente decrecientes, puesto que se esperan ciertas economías en ellos como consecuencia de la readecuación institucional del sistema en estudio.

Gastos en prestaciones previsionales

El sistema previsional en estudio, en lo que a prestaciones previsionales se refiere, realiza ciertos gastos por conceptos tales como : Desahucio e Indemnizaciones, bonos de reconocimiento, jubilaciones, pensiones y montepíos y otros beneficios previsionales.

Con respecto a desahucio e indemnizaciones se estudió las características de cada Caja en términos de vigencia de esta prestación y monto aproximado que involucra su pago. Luego se proyectó a años futuros considerando los supuestos señalados anteriormente (en la parte correspondiente a ingresos) con respecto al ritmo de traspaso de los imponentes de activos a pasivos en las cajas que corresponda.

En relación a bonos de reconocimiento se cuenta con antecedentes reales provenientes de la emisión de bonos de reconocimiento. Estos antecedentes corresponden aproximadamente al 9,2% del total de bonos a emitir y cerca del 98,5% de ellos lo son del Servicio de Seguro Social. Más antecedentes relativos al tratamiento que se le dio a esta variable se señalan en Anexo aparte.

Los montos proyectados se agregaron a los montos del resto del sistema.

PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA
OFICINA DE PLANIFICACION NACIONAL
ODEPLAN

En materia de pensiones, jubilaciones y montepíos se presentó una gran limitante en el sentido de predecir los reajustes de pensiones para los años venideros, dado que éstos están indexados a la inflación, variable difícil de predecir para un número muy largo de años. Para simplificar, se optó por suponer que los pagos por estos conceptos se mantendrían constantes en términos reales tomando como punto de partida la situación promedio del año 1983 y se proyectó considerando algunos supuestos relativos a descrecimiento vegetativo y características particulares de cada una de las cajas.

Otros beneficios previsionales, se refiere al pago de seguros de vida bonificaciones y otros, para lo cual se estudió la situación particular de cada Caja al respecto y se proyectó de acuerdo a la evolución esperada de este ítem de gasto.

Finalmente, en lo que se refiere a pensiones asistenciales las cajas recaudan cotizaciones por este concepto, montos que son entregados al Servicio de Seguro Social quien es el encargado de pagarlas. El déficit que arroja esta última es cubierto con fondos fiscales por lo que no se lo considera como ingreso ni como gasto del Sistema Previsional.

Con ingresos y gastos así proyectados se obtuvieron los déficit esperados para el Sistema Previsional. Los déficit, excluido el pago de bonos de reconocimiento se obtuvieron en pesos, el traspaso a U.F. se realizó considerando la U.F. del 30 de Abril multiplicada por 1.08 para obtener así un valor real promedio del período que se utilizó como base de las proyecciones. Sin embargo, para los años 1983 y 1984 se utilizaron las proyecciones ya realizadas por el Ministerio para estos años empalmándose los datos a partir de 1985 con las nuevas proyecciones.

DEFICIT SISTEMA PREVISIONAL

(Incluye pago de bonos de reconocimiento)

	Miles de U.F.
1983	43.919
1984	50.498
1985	50.992
1986	54.503
1987	58.555
1988	62.624
1989	65.681
1990	69.910
1991	73.764
1992	78.095
1993	83.500
1994	85.868
1995	88.826
1996	89.572
1997	92.747
→ 1998	95.567
1999	93.030
2000	91.380
2001	89.628
2002	88.867
2003	85.901
2004	80.882
2005	78.453
2006	72.938
2007	69.592
2008	69.251
2009	65.747
2010	60.917
2011	57.304
2012	56.152
2013	52.151

PAGO DE BONOS DE RECONOCIMIENTO

	Miles de U.F. (Incluye intereses)
1983	688
1984	800
1985	1.072
1986	2.256
1987	3.872
1988	5.392
1989	6.048
1990	7.776
1991	9.024
1992	10.640
1993	13.216
1994	14.640
1995	16.640
1996	16.416
1997	18.608
1998	20.432
1999	22.064
2000	24.352
2001	26.320
2002	29.072
2003	29.424
2004	30.704
2005	33.872
2006	33.328
2007	34.400
2008	37.984
2009	39.872
2010	39.504
2011	39.584
2012	41.488
2013	40.016

DEFICIT OPERACIONAL SISTEMA PREVISIONAL

(Excluido pago de bonos de reconocimiento)

	Miles de $ 1983	Miles de U.F.
1983	76.106	43.231
1984	79.654	49.698
1985	83.367	49.920
1986	87.253	52.247
1987	91.320	54.683
1988	95.578	57.232
1989	99.587	59.633
1990	103.763	62.134
1991	108.115	64.740
1992	112.650	67.455
1993	117.374	70.284
1994	118.951	71.228
1995	120.550	72.186
1996	122.170	73.156
1997	123.812	74.139
1998	125.476	75.135
1999	118.513	70.966
2000	111.936	67.028
2001	105.724	63.308
2002	99.857	59.795
2003	94.316	56.477
2004	83.797	50.178
2005	74.451	44.581
2006	66.148	39.610
2007	58.771	35.192
2008	52.216	31.267
2009	43.211	25.875
2010	35.759	21.413
2011	29.593	17.720
2012	24.489	14.664
2013	20.266	12.135

Nota : Las proyecciones ya realizadas para los años 1983 y 1984 arrojaron los siguientes resultados: 1983 : 72.195,5 mill. $ 1983
1984 : 82.996,2 mill. de $ 198
En U.F. fueron considerados estos valores.

PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA
OFICINA DE PLANIFICACION NACIONAL
ODEPLAN

A N E X O

BONOS DE RECONOCIMIENTO

Las estimaciones de los montos de recursos que involucran los pagos por concepto de bonos de reconocimiento se hicieron sobre la base de la información disponible a la fecha de realización de este estudio.

Lo anterior presenta algunas limitantes puesto que se han emitido aproximadamente solo 106.000 bonos de reconocimiento de un total cercano a 1.150.000 a emitir. De estos bonos 105.000 corresponden al Servicio de Seguro Social representando un 98,5% del total emitido. Por otro lado, se cuenta también con antecedentes respecto de los montos de recursos en U.F. que significan estos bonos ya emitidos para los años correspondientes.

Con la información ya señalada y algunos comportamientos supuestos que se enunciarán a continuación se obtuvieron las proyecciones de los montos de recursos, que dadas las limitantes planteadas representan solo órdenes de magnitud al respecto.

Supuestos

- Número de bonos esperados a emitir

Servicio de Seguro Social	650.000
EMPART	320.000
CANAEMPU	140.000
Resto	40.000
TOTAL	1.150.000

- Monto promedio esperado $

Servicio de Seguro Social	350.000
EMPART	800.000
CANAEMPU	430.000
Resto	1.000.000
TOTAL	507.000

PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA
OFICINA DE PLANIFICACION NACIONAL
ODEPLAN

Para proyectar se utilizó la estructura que presenta, para cada año, en cuanto a monto de recursos el Servicio de Seguro Social, amplificada de manera de cubrir todas las cajas, por un factor que se obtuvo de acuerdo a las siguientes realciones :

- Los bonos del Servicio de Seguro Social emitidos en la actualidad repre - sentan el 16,0% del total a emitir.

$$\frac{105.000}{650.000} = 16,0\%$$

- El monto de recursos que implica este 16,0% de bonos emitidos es 54.337 miles de U.F. incluyendo intereses, para obtener lo que correspondería al total del Servicio de Seguro Social amplificamos por 6,25.

16,0% ——— 54.377 miles de U.F.
100,0% ——— X

X = 339.856,25

$$\frac{339.856,25}{54.377} = 6,25$$

- Por otra parte, los recursos que se destinarán al Servicio de Seguro Social para pagar estos bonos representan el 39% del total de recursos que se destinarán a este objetivo.

$$\frac{\text{650.000 bonos x \$ 350.000}}{\text{1.150.000 bonos x \$ 507.000}} = 39\%$$

- De aquí podemos obtener una relación que nos permite llegar al factor de amplificación para el total del sistema en lo que es monto de recursos para los años 1983 a 2013. Esta relación es la que sigue :

(U.F. c/año S.S.S. x 6,25) ——— 39%
X ——— 100%

X = U.F. c/año S.S.S. x 16

El monto en U.F. que presenta el Servicio de Seguro Social para cada año se amplifica por 6,25 obteniendo el monto total para el S.S.S. Luego sabiendo que éste representa el 39,0% del total del sistema se calcula el monto que le correspondería a este total.

PROYECCION DE LOS FONDOS DE PENSIONES

De acuerdo al último estudio realizado por esta Superintendencia se proyecta que los fondos de pensiones alcanzarán en el año 1990 un valor de $ 770.519 millones, moneda de agosto 1986 (aproximadamente US$ 3.900 millones).

PROYECCION DEL VALOR DE LOS FONDOS DE PENSIONES
Al 31 de diciembre de cada año

(Millones de $ de agosto de 1986)

AÑO	MM. $
1986	409.248
1987	492.345
1988	582.048
1989	675.537
1990	770.519
1991	869.935
1992	973.290
1993	1.081.096
1994	1.195.549
1995	1.316.989
1996	1.442.847
1997	1.572.938
1998	1.710.355
1999	1.855.453
2000	2.008.607

El estudio referido estima el crecimiento de los fondos de pensiones bajo los siguientes supuestos y limitaciones:

1. La proyección se inicia considerando un stock de activos de los Fondos de Pensiones al 30 de junio de 1986, ascendente a $ 363.337 millones.
2. El stock de activos de los Fondos aumenta por las cotizaciones mensuales de los trabajadores activos. El número de cotizantes corresponde a la fuerza de trabajo ocupada, multiplicada por el porcentaje de la fuerza de trabajo ocupada que cotiza en el nuevo sistema previsional.
   El número inicial de cotizantes es de 1.666.253 y corresponde al promedio simple de cotizantes en el trimestre abril-junio de 1986. Esta cifra representa el 47,4% de la fuerza de trabajo ocupada a igual fecha.
   Este porcentaje se supuso creciente en forma lineal hasta un 65% en un plazo de 25 años. El 65% corresponde al porcentaje promedio de cotizantes del sistema previsional nuevo y antiguo, entre los años 1979 y 1982. (Cifras del INE).

3. La cotización inicial promedio es de $ 3.061 y se determinó diviendo el promedio de recaudación de cotizaciones previsionales del trimestre abril-junio de 1986 ($ 5.100 millones), por el número de cotizantes promedio de igual período.
4. La fuerza de trabajo ocupada en el trimestre abril-junio de 1986, excluyendo los empleados en los programas oficiales de empleo (PEM y POJH), alcanzó a 3.515.236 personas. (Cifras del INE).
   En cuanto al nivel de empleo se supone que éste aumenta un 2,4% al año entre los años 1987 y 2016, porcentaje que asume un crecimiento del PGB de un 4% real anual durante dicho período y una elasticidad empleo-producto de 0,6. Durante 1986 se supuso un aumento del PGB del 4,5% y una elasticidad empleo-producto de 0,6 por lo cual el empleo crecería durante 1986 en un 2,7%.
5. La tasa de interés real aplicada al stock inicial de inversiones es de un 6,1% anual, que corresponde a la tasa de interés promedio ponderada de los instrumentos seriados de los Fondos de Pensiones, al 30 de junio de 1986. El plazo promedio ponderado de dicha cartera es de 37 meses. La tasa de interés considerada para el año 1987 baja a un 5,5% y de ahí en adelante un 0,5% anual hasta llegar en 1990 a un 4%.
   Las nuevas inversiones se realizan a la tasa de interés vigente en cada período y por un plazo de 37 meses.
6. El stock previsional disminuye por efecto del pago de pensiones y comisiones. Las pensiones pueden ser de invalidez, sobrevivencia y de vejez, y en ambos casos se supuso que los afiliados al pensionarse traspasan sus fondos a una Compañía de Seguros.
   El pago de pensiones se calculó como el saldo promedio acumulado en las cuentas individuales, multiplicado por el número de afiliados en edad de pensionarse, más el número de siniestrados.
   El saldo promedio acumulado por cada afiliado en las cuentas individuales es de $ 148.703, y se obtuvo como el cuociente entre el total de inversiones de los Fondos de Pensiones al 30 de junio de 1986 y el número de afiliados a igual fecha (2.443.372).
   El número de afiliados en edad de pensionarse se determinó de acuerdo a las edades actuales de los afiliados según sexo, teniendo en cuenta que los hombres se pensionan a los 65 años y las mujeres a los 60 años. El número de siniestrados se determinó multiplicando la tasa de siniestralidad de los cotizantes en 1985 por el número de cotizantes.
7. En relación a las comisiones, se considera que se mantiene en el futuro la estructura vigente en junio de 1986, y la comisión fija se mantiene constante en términos reales. Ambas comisiones se han obtenido como el promedio ponderado de las comisiones cobradas por cada Administradora de Fondos de Pensiones en junio de 1986, y son $ 182 por comisión fija, 0,534% anual por comisión porcentual.

VARIACION RESPECTO A LA PROYECCION ANTERIOR

En octubre de 1985 este organismo realizó una proyección de los valores de los Fondos de Pensiones, los cuales han sido superiores a lo proyectado.

En efecto, el valor del Fondo de Pensiones estimado en esa fecha para junio de 1986, fue un 7% menor al valor real medido.

La subestimación del valor de los Fondos de Pensiones se debió a que los indicadores económicos reales del período octubre '85-junio '86 resultaron más favorables que los utilizados para efectuar la proyección, como consecuencia de las mejores condiciones económicas imperantes en el país.

Las principales diferencias entre los valores estimados y los reales, se deben a:

- La caída de la tasa de interés de mercado observada en el período. Debido a esto, y considerando que los Fondos de Pensiones están valorados a precios de mercado, los instrumentos han aumentado de valor.
- Un crecimiento del PGB mayor que el esperado que produjo una subestimación del nivel de empleo y, por lo tanto, del número de cotizantes y de la recaudación para el fondo de pensiones, la que en promedio es superior en $ 400 millones al mes, respecto a lo proyectado.
- La baja de un 13% en el monto real de las comisiones fijas cobradas por las A.F.P. en el período octubre '85-junio '86. La proyección suponía que estas comisiones mantendrían su valor en términos reales.

PUNTOS DE REFERENCIA
CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS

N° 6, noviembre, 1986

LA REFORMA PREVISIONAL DE 1980: MITOS Y PREMONICIONES

- A diciembre de 1985 el Nuevo Sistema Previsional contaba con unos 2.270 mil activos, número similar al cubierto por el Antiguo Sistema en 1980.

- A diciembre de 1985 el "Déficit Previsional" (civil) alcanzó a unos $ 139.542 millones, un 5% del Producto Geográfico Bruto de ese año.

- A diciembre de 1985 el Patrimonio del Fondo de Pensiones representó un 29% del total de depósitos y captaciones del Sistema Financiero.

Se espera

- Que el Sistema Previsional en Chile termine de unificarse alrededor del año 2.020.

- Que el "Déficit Previsional" alcance un máximo de unos $ 187.788 millones durante el año 1.998.

- Que el Fondo de Pensiones alcance a unos $ 2.012 mil millones el año 2.000, tendiendo hacia un máximo de unos $4.675 mil millones para alrededor del año 2.020.

PUNTOS DE REFERENCIA es editado por el Centro de Estudios Públicos. Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP. Esta institución es una fundación de Derecho Privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es el análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a una sociedad libre.

1 El Antiguo Sistema de Seguridad Social en Chile surge al resguardo del Estado a fines del siglo XIX. Entre 1925 y 1975 se establecieron múltiples programas de pensiones independientes, con sus propias normas, administración y financiamiento. El Estado supervigilaba este Sistema fragmentario a través de una media docena de organismos públicos. El aporte financiero, los subsidios y exenciones del Estado pasan a constituir su participación esencial dentro del sistema tripartita que imperaba en la mayoría de los programas de la época.

A comienzos de los años 50 el Sistema Previsional termina constituyéndose en un régimen de Reparto Simple. El rápido aumento de su cobertura que siguió al cambio de régimen y la proliferación de privilegios no avalados con nuevos ingresos autónomos, hacen que el Sistema entre en un desequilibrio financiero creciente, requiriendo transferencias cada vez mayores por parte del Estado.

La serie de Proyectos de Reforma que comienza con la Comisión Prat (1960) no impide que el costo de la Seguridad Social chilena establezca un record sudamericano en 1971, alcanzando a un 17% del Producto Interno Bruto de ese año.

2 El actual gobierno toma el control de las instituciones de Seguridad Social y entre 1974 y 1979 inicia una serie de reformas tendientes a unificar el Sistema. Dichas reformas parciales encuentran profundos obstáculos para uniformar costos y beneficios de la población asegurada y su aplicación gradual impacta negativamente sobre las expectativas de los asegurados con mayores privilegios. Ello, junto con la imposibilidad de corregir distorsiones en los incentivos del Sistema de Reparto que comprometerían la eficiencia del Sistema a medida que la población en Chile continúa su relativo envejecimiento, motivaron

el estudio y puesta en marcha de la Reforma de 1980.

3 En 1980 se aprueba el Decreto Ley 3.500 que estableció en 1981 el Nuevo Sistema de Pensiones. Dicho Sistema continúa siendo un programa obligatorio de ahorro privado, pero, en contraste con el Antiguo, adopta la modalidad de capitalización individual y pasa a ser administrado por sociedades anónimas privadas, aunque bajo una fuerte supervisión estatal.

4 Desde entonces, el Sistema Previsional (pensiones) en Chile está compuesto por el Antiguo Sistema reformado y por el Nuevo Sistema, de manera que su completa unificación se produciría en el futuro, cuando el Antiguo Sistema eventualmente se extinga.

5 Algunas características de este período de transición hacia el Sistema unificado contrastan con las propias del Sistema de capitalización individual.

Durante los años de consolidación de esta nueva modalidad, el papel del Estado es primordial y no tiene sólo el carácter regulador y subsidiario que alcanzaría con el Sistema Unificado, sino que su gestión financiera resulta determinante. Tres factores característicos de los años de transición explican este contraste.

En primer lugar, el traslado de una proporción importante del stock de cotizantes desde el Antiguo al Nuevo Sistema ocasiona un aumento proporcional en el déficit operacional del primero.

En segundo lugar, el Estado debe supervigilar el traslado de activos y se hace responsable del financiamiento en el Nuevo Sistema de las cotizaciones acumuladas en el Antiguo por los asegurados que se trasladan (Bonos de Reconocimiento).

En tercer lugar, el papel determinante que cabe al desarrollo del Mercado de Capitales en la consolidación de la nueva modalidad previsional, exige al Estado un esfuerzo concertado para coordinar la evolución armónica de ambos.

6 Las primeras dos funciones extraordinarias del Estado representan un incremento significativo y esperable en los compromisos fiscales para con el sector previsional. Además, la última función mencionada constituye un esfuerzo coordinador orientado a garantizar un comportamiento seguro y eficiente del mercado previsional y el de capitales, que permita aprovechar el fuerte estímulo sobre el desarrollo del Sistema Financiero en Chile que potencialmente representa la nueva modalidad previsional.

7 Durante el período 1981 - 1985 los compromisos fiscales con la previsión se han visto fuertemente acrecentados por el aumento del déficit operacional del Antiguo Sistema y la anormal expansión de las Pensiones Asistenciales que ocasionara la profunda depresión de 1982. A dichos efectos se suman el extraordinario encarecimiento del crédito que la precede y la crisis bancaria de 1983. Esta última, un reflejo amplificado de la crisis de deuda internacional, pone en peligro la propiedad del Nuevo Sistema Previsional así como de la mayor parte de la del Sistema Bancario Nacional. Esto último exige al Estado una costosa intervención cuyo objetivo es el de rescatar ambos Sistemas para permitir que continúen su consolidación y crecimiento en manos esencialmente privadas.

La simultaneidad de los efectos esperados de la Reforma Previsional de 1980 y aquellos inesperados de la depresión de 1982 y la crisis de deuda que pone en evidencia, hacen imposible separar cuantitativamente los impactos de uno y otro fenómeno

sobre el Déficit Previsional y sobre el afianzamiento futuro del Nuevo Sistema.

8 Una evaluación de las tendencias que han manifestado el Sistema Previsional y el Sistema Financiero Nacional durante el período 1981 - 1985, revela como elementos esenciales para el éxito de su desarrollo futuro la corrección de algunas señales actualmente presentes en el mercado de la previsión y la normalización definitiva de la propiedad de la Banca Nacional.

9 La capacidad del Estado para financiar el creciente déficit previsional y la normalización de la Banca, sin alterar los equilibrios macroeconómicos básicos ni revertir la Reforma Previsional, constituyen un aspecto crucial de la estrategia de desarrollo económico viable para el país, de acuerdo al escenario pertinente a la economía nacional a partir de 1985.

10 Con el objeto de evaluar la capacidad del Fisco para financiar el creciente déficit previsional, se proyectan algunos aspectos esenciales del Sistema Previsional durante su período de transición. [1]

Los resultados de estas proyecciones sugieren como críticos para que la unificación del Sistema Previsional en Chile bajo la

---

1 Ver Pablo Ortúzar A., "La Reforma Previsional de 1980: Mitos y Premoniciones", Santiago, Centro de Estudios Públicos, Documento de Trabajo N° 71, noviembre, 1986.

modalidad de capitalización individual no constituya un mito, el control cuidadoso por parte del Estado del comportamiento del déficit operacional del Antiguo Sistema y corrobora la necesidad de corregir en el corto plazo algunos aspectos distorsionadores que presenta el mercado de la previsión en la actualidad.

PABLO ORTUZAR A.*

Esta publicación cuenta con la colaboración de la Fundación Hanns-Seidel de la República Federal de Alemania.

* Ingeniero Comercial, U. Católica; Miembro del Wolfson College, U. Cambridge, Inglaterra; Master Economía Internacional, U. Sussex, Inglaterra; Depto. Estudios ODEPLAN; Profesor Instituto de Economía U. Católica.

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS

MONSEÑOR SOTERO SANZ 175
TELEFONOS: 2315324 - 2315325

SANTIAGO-CHILE

El nuevo libro del CEP

AMPLIA VISION DEL TEMA PREVISIONAL

Recientemente ha sido editado en nuestro país una importante publicación titulada: "La Reforma Previsional en Chile", (Santiago: Centro de Estudios Públicos, 1986), que reúne diversos análisis del tema previsional, realizados por expertos en esta materia.

El mencionado libro constituye un valioso material informativo, que da a conocer aspectos específicos así como una visión en conjunto del actual sistema de pensiones.

A juicio de Sergio Baeza, -editor de la publicación- el tema previsional alcanza especial interés y relevancia, tanto nacional como internacional, al cumplirse en nuestro país más de cinco años desde la puesta en marcha del nuevo sistema de previsión, que fue introducido por el D.L. 3.500 de 1980.

El contenido del libro comprende ocho trabajos realizados por profesionales chilenos, además de un análisis desarrollado por un experto internacional en seguridad social. A ellos se agregan dos exposiciones del ex-Ministro del Trabajo y Previsión Social, José Piñera, en relación a la Reforma Previsional. Finalmente, para cerrar la publicación, se incluyen dos anexos complementarios: el primero ofrece una perspectiva internacional sobre la crisis de los sistemas de reparto en el mundo y el segundo es el texto actualizado del D.L. 3.500, incluyendo todas las modificaciones de que ha sido objeto hasta junio de 1986.

BREVE RESEÑA

El trabajo de Robert Myers "Privatización en Chile del sistema de Seguridad Social", de acuerdo al editor del libro, tiene el mérito de ser la primera opinión fundada 'in situ' del sistema chileno, que haya expresado un experto internacional en seguridad social. Este estudio se gestó en una visita que el autor hizo a Chile a fines de 1984, por invitación de la Asociación de A.F.P. En él se analizan los problemas del antiguo sistema y cómo quedan solucionados en el actual reformado. A su vez, describe las debilidades de este último y comenta su aplicabilidad en U.S.A.

Como conclusión señala que el nuevo sistema de pensiones chileno es una excelente solución para los abrumadores problemas que presentaba el antiguo régimen.

Evelyn Matthei y José Pedro Undurraga, en su trabajo "Capitalización Individual y Reparto en el actual Sistema de Pensiones Chileno", responden a quienes califican al sistema de capitalización como menos solidario que el sistema de reparto. La autora explica en su análisis que no es papel de los sistemas de pensiones redistribuir los ingresos, sino reemplazar ingresos perdidos por muerte, incapacidad, o vejez. La palabra "reparto" designa un sistema de financiamiento en que las cotizaciones de los activos se reparten en pensiones a los inactivos, pero no implica redistribución de ingresos o solidaridad. El trabajo incluye, además, tres anexos en que se describen las pensiones de invalidez y sobrevivencia, las de vejez y las normas que amparan la seguridad de los fondos en el actual sistema de pensiones.

El estudio de Sergio Baeza y Aldo Simonetti "Cinco Años de Operación del Nuevo Sistema Previsional" presenta gráficamente las variables que describen los aspectos cuantitativos más relevantes del sistema. Entre ellos destacan la evolución en el tiempo del número de afiliados y de los montos acumulados en las cuentas individuales; la composición de los afiliados por sexo y edad; la evolución de las cotizaciones cobradas por las A.F.P.; la rentabilidad de las cuentas individuales y los capitales invertidos por las administradoras y su retorno, entre otros. El trabajo permite al lector formarse una rápida idea de las principales características y resultados del actual sistema.

José Pablo Arellano en su trabajo "Evaluación de la Reforma Previsional" plantea críticas a la operación del nuevo sistema de pensiones. Entre ellas señala que se ha visto disminuida la cobertura previsional y el otorgamiento de pensiones de invalidez. Sostiene además, que el sistema actual es más caro de operar, en cuanto al uso de recursos. Por otra parte plantea dudas respecto a la capacidad de este sistema para proporcionar pensiones superiores a las del antiguo y, por último, menciona el impacto que ha generado sobre el déficit del sector público la aplicación de la reforma. Al respecto explica que la acumulación de fondos previsionales no significa aumento del flujo de ahorro, pero sí produce concentración en el manejo de los recursos financieros. Finalmente, cuestiona la confianza que se pone en un sistema basado en un mercado de capitales que no funciona bien.

En el "Análisis del Sistema de Pensiones Vigente en Chile", de Alfonso Mujica, se presentan las bases sobre las cuales están construidos los sistemas de pensiones en el mundo, destacando la obligatoriedad de cotizar; la justicia de que los beneficios obtenidos guarden relación con los aportes efectuados; y la garantía de beneficios mínimos para cubrir las necesi-

dades básicas de los afiliados más pobres. A su vez, el autor analiza las limitaciones del actual sistema y propone alternativas de solución.

"Proyección de los Fondos de Pensiones" de Augusto Iglesias, Alejandro Echeverría y Pedro López, se centra en la característica principal de los sistemas de capitalización individual, cual es la acumulación de Fondos. En él se proyectan los fondos administrados por las A.F.P. para afiliados activos menores de 65 años, por los próximos 50 años, quedando en evidencia que éstos resultan de una magnitud similar al PGB. Los autores señalan, además, que el ritmo de acumulación hacia 1990 desborda los actuales márgenes legales de inversión en instrumentos emitidos por instituciones financieras y del Estado, quedando cantidades importantes forzadas a ser invertidas en acciones e instrumentos de deuda emitidos por empresas donde hoy sólo está colocado alrededor de un 1% de los fondos.

El trabajo de Francisco Margozzini presenta "Estimaciones de las Pensiones de Vejez que otorgará el actual Sistema de Pensiones", tema de gran interés, dado el reducido número de afiliados que ha alcanzado la edad requerida para jubilar por vejez, durante los cinco años de operación del sistema. Esto impide emitir un juicio sobre el monto de dichas pensiones, por lo que se hace necesario estimarlas sobre la base de supuestos de remuneraciones, tasas de interés, composición del grupo familiar, períodos de cesantía y otros. Se concluye que las pensiones de vejez son, por lo menos, del monto de las de invalidez y sobrevivencia que están definidas como 70% de la remuneración.

La presentación de Juan Alfredo García denominada "Mercado de Renta Vitalicia y Bono de Reconocimiento período 1985-2000", se proyecta al futuro cuando el nuevo sistema previsional chileno comienza su maduración definitiva al alcanzar los afiliados actuales la edad de jubilar y pensionarse. El estudio entrega diversas estimaciones de las variables más significativas del mercado de renta vitalicia durante los próximos 15 años. Se da especial énfasis, también al análisis y medición del Bono de Reconocimiento de los afiliados, proyectando diversas alternativas mediante un modelo computacional. Entre otras estimaciones, se señala que para el año 2000 se espera un total acumulado de 100.000 pensiones de vejez bajo el nuevo sistema, los que sumados a igual cantidad de pensionados por invalidez y sobrevivencia, alcanza 200.000 pensiones en total.

El libro está en venta en el local del Centro de Estudios Públicos, Monseñor Sótero Sanz 175, Santiago. Su valor es de $2.000 (dos mil pesos).

INDICE

Sergio Baeza V.	*Presentación del Editor*
Robert J. Myers	*Privatización en Chile del Sistema de Seguridad Social*
Evelyn Matthei F. y José Pedro Undurraga I.	*Capitalización Individual y Reparto en el actual Sistema de Pensiones Chileno*
Sergio Baeza V. y Aldo Simonetti P.	*Cinco Años de Operación del nuevo Sistema Previsional*
José Pablo Arellano M.	*Una mirada crítica a la Reforma Previsional de 1981*
Alfonso Mujica V.	*Análisis del Sistema de Pensiones Vigente en Chile*
Augusto Iglesias P., Alejandro Echeverría B. y Pedro López Z.	*Proyección de los Fondos de Pensiones*
Francisco Margozzini C.	*Estimaciones de las pensiones de vejez que otorgará el actual Sistema de Pensiones*
Juan Alfredo García	*Mercado de renta vitalicia y Bono de Reconocimiento. Período 1985-2000*
José Piñera Echenique	*Discurso del Ministro del Trabajo y Previsión Social, con motivo de la Aprobación de la Reforma Previsional*
José Piñera Echenique	*Fundamentos de la Reforma Previsional*
Anexos	*Crisis de los Sistemas de Reparto en el mundo: una perspectiva internacional*
	Texto actualizado del DL Nº 3.500, de 1980, al 13 de junio de 1986

Los problemas que plantean las AFP

(Ventajas = no problemas)

a) Las prestaciones previsionales = 62 modificaciones (FLEXIBILIDAD)
b) La inversión de los fondos previsionales / Acciones de Soc. Anón. Privadas de Estado
c) El déficit de la previsión estatal / Colocación de bonos en AFP. Venta de empresas estatales
(Proyección de 30 años) Emisión de bonos del Gobierno - Tasa interés

X

d) Las letras hipotecarias = previsiones (---- costosa)
Prestamos hipotecarios a tasas razonables
(inversión "segura") Solicitando ahorros
e) Transferencia de ahorros sus capitales, ya sin colocación
recibiendo ahorros (al 15%)

f) AFP - La gran masa crítica de liquidez
del capital = competencia?
g) Transferencia de bancos con masa sobre
mercados sin competencia con
la inversión de los pagos de deuda externa
h) La ~~experiencia~~ experiencia con los grupos
i) Presión sobre la bolsa y cotizaciones elevados
de la realidad
j) el sistema financiero, financiera, valores
pero no necesariamente ella
k) el daño mundial del reciclaje de los
petrodólares y la caída de los bancos americanos
(el problema del monto de la deuda y del
monto de los intereses
l) Mercado de capitales y mercado financiero
Las AFP no deben participar en la gestión de las
empresas; no deben tener directores
Las empresas nacionalizadas
m) Las AFP concentran los ahorros del país
a) prudencia b) su monto configura o desfigura
la economía c) prudencia

Las Prest. Hipot. serán una expresión actual y tangible de
los principios del sistema
Rendimientos prudentes de capitales en M.N. y sus
equivalentes que no podrán mantenerse

Tesorería	18.	
Ptes Bcos	27	
	44.66	
Dep Plaz	27	
Ced. Hip.	22.5	
	49.6	
Acc	44.3	
	1.4	5.7
		147.

M. Pedro Ibañez O.

JUAN ARIZTÍA MATTE

Atent. S.

Reglamento de Clasificación de los Instrumentos Financieros que se puedan adquirir con recursos de los Fondos de Pensiones

Contiene las modificaciones introducidas por:
D.S. Nº 63
D. Of. 14 - octubre - 1985
D.S. Nº 54
D. Of. 13 - noviembre - 1986
D.S. Nº 74
D. Of. 27 - febrero - 1987

APRUEBA EL REGLAMENTO DE CLASIFICACION DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS QUE SE PUEDAN ADQUIRIR CON RECURSOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES

(Publicado en el Diario Oficial de 24 de Junio de 1985).

Núm. 35.– Santiago, 25 de Abril de 1985.– Vistos: Lo dispuesto en el decreto ley Nº 3.500, de 1980, y sus modificaciones, y la facultad que me confiere el artículo 32, Nº 8, de la Constitución Política de la República.

D e c r e t o:

Apruébase el siguiente Reglamento para la clasificación de los Instrumentos Financieros que se puedan adquirir con Recursos de los Fondos de Pensiones.

TITULO I

De las Categorías de Riesgo

Artículo 1.– Todos los instrumentos de oferta pública y que correspondan a los señalados en las letras b), c), d) y e) del artículo 45 de la Ley, deberán estar clasificados, en consideración a la probabilidad de no pago del capital e intereses pactados, a las características del instrumento, a la solvencia del emisor y a la liquidez en el mercado, en alguna de las siguientes cinco categorías de riesgo: Categoría A, Categoría B, Categoría C, Categoría D y Categoría E. La Categoría A es la de más bajo riesgo, el que aumenta progresivamente hasta la Categoría D, que será la de más alto riesgo. En la Categoría E estarán los instrumentos sin información disponible para clasificar.

Artículo 2.– Las acciones de sociedades anónimas abiertas que puedan ser adquiridas con recursos de los Fondos deberán aprobarse por la Comisión previa solicitud de su emisor, en consideración al riesgo de la rentabilidad esperada, para lo cual se evaluarán los siguientes elementos: solvencia del emisor, características propias del título y liquidez de éste en el mercado.

Artículo 3.– Para los efectos de la clasificación y de la aprobación, según corresponda, se entenderá por:

a) Solvencia del emisor: la capacidad financiera actual y futura del emisor de un instrumento para cumplir sus compromisos en las condiciones pactadas, la cual estará determinada por las características económicas, financieras, administrativas y de propiedad de la empresa y por la estabilidad en el tiempo de estas características.

b) Características del instrumento: el conjunto de atributos de un instrumento, en cuanto a la protección que se otorga al inversionista respecto al pago de los mismos, tales como garantías, obligaciones, modalidades, etcétera.

c) Margen de protección: el nivel de seguridad que se otorga al tenedor de instrumentos representativos de deuda respecto al pago de los mismos, determinado por la solvencia del emisor y por las características del instrumento.

d) Mercado líquido: el mercado caracterizado por la fácil enajenación de instrumentos de oferta pública a los precios vigentes en plaza, donde existen transacciones periódicas y de volumen significativo que impiden a compradores o vendedores afectar en forma importante las condiciones de transacción.

Artículo 4.– En Categoría A serán clasificados aquellos instrumentos que tengan un alto margen de protección para el pago del capital y de sus intereses, y tengan además un mercado líquido, o aquéllos respecto de los cuales exista una garantía del Estado que cubra la totalidad del valor de la obligación contraída por el emisor. Para poder determinar el alto margen de protección, tanto la solvencia del emisor como las características del instrumento deberán dar seguridad de cumplimiento oportuno de la obligación. La garantía del Estado deberá asegurar al acreedor, en términos económicos y financieros, el pago total de la obligación en los vencimientos respectivos, en las mismas condiciones pactadas con el emisor. (1).

Artículo 5.– En Categoría B serán clasificados aquellos instrumentos que tengan un mercado líquido y un buen margen de protección para el pago de capital y de sus intereses, pero presenten cierta incertidumbre de que este último pueda mantenerse en el largo plazo, atendiendo a un eventual cambio en las condiciones generales de la empresa emisora, del sector de la economía donde ésta desarrolla sus actividades o de la economía del país, que puedan afectar el cumplimiento oportuno de la obligación. También estarán en esta categoría los instrumentos que tengan un margen de protección como el señalado en el artículo anterior pero que no tengan un mercado líquido, o aquellos respecto de los cuales exista una garantía del Estado que, aunque cubra la obligación contraída por el emisor, no lo haga en las condiciones señaladas en dicho artículo, a menos que los referidos instrumentos cuenten con un alto margen de protección para el pago de su capital e intereses, y tengan además un mercado líquido, en cuyo evento el instrumento será clasificado en Categoría A. (2).

Artículo 6.– En Categoría C serán clasificados aquellos instrumentos que no tengan un buen margen de protección para el pago del capital y de sus intereses y, por lo tanto, ante eventuales cambios en las condiciones generales de la empresa emisora, del sector de la economía donde ésta desarrolla sus actividades o de la economía del país, estos instrumentos cuenten con probabilidad de retardo en el pago o de pérdida de los intereses. También serán clasificados en esta Categoría de riesgo aquellos instrumentos que no tengan mercado líquido, aun cuando presenten un buen margen de protección.

Artículo 7.– En Categoría D serán clasificados aquellos instrumentos que presenten incertidumbre en el pago del capital y de sus intereses.

---

1 Este artículo fue sustituido por el que aparece en el texto por el Nº 1, del Artículo 1º del D.S. Nº 54, del 13.11.86.

2 Este artículo fue sustituido por el que aparece en el texto por el Nº 2, del Artículo Nº 1º del D.S. Nº 54, del 13.11.86.

Artículo 8.— En Categoría E serán clasificados aquellos instrumentos cuyos emisores no posean información disponible para clasificar en las Categorías antes señaladas, en conformidad a lo dispuesto en los artículos 93 al 99. (3).

Artículo 9.— La clasificación en alguna de las categorías señaladas precedentemente será indicativa de riesgo y será considerada para el sólo efecto de determinar la diversificación de las inversiones que realicen con los recursos de los Fondos de Pensiones. Para ello, cada una de las Categorías tendrá asignado el factor que en cada caso se indica:

1. Categoría A con factor 1,0 (uno);
2. Categoría B con factor 0,8 (cero coma ocho);
3. Categoría C con factor 0,4 (cero coma cuatro);
4. Categoría D con factor 0,0 (cero) y
5. Categoría E con factor 0,0 (cero).

TITULO II

De la Clasificación de los Instrumentos Representativos de Deuda Emitidos por Instituciones Financieras

Artículo 10.— Todos los instrumentos de oferta pública y que correspondan a los señalados en las letras b) y d) del artículo 45 de la Ley, deberán clasificarse en alguna de las categorías de riesgo señaladas en el artículo 1, en consideración a los siguientes elementos: solvencia del emisor, características del instrumento y liquidez en el mercado de éste.

1. Solvencia del Emisor

Artículo 11.— La solvencia del emisor se determinará para los efectos de la clasificación, a través de indicadores fundamentales e indicadores complementarios, y se clasificará en Categorías A, B, C o D. La Categoría A será la de mayor solvencia, la que disminuirá progresivamente hasta la Categoría D, que será la de menor solvencia.

Artículo 12.— Los indicadores fundamentales darán la clasificación base de solvencia y los indicadores complementarios sólo podrán modificarla, bajándola a lo más en una categoría. Los indicadores fundamentales no serán, por sí solos, suficientes para determinar la clasificación de solvencia del emisor y requerirán de la evaluación de los indicadores complementarios, o clasificación complementaria, la que en definitiva será determinante en la clasificación final de solvencia.

Artículo 13.— Los indicadores fundamentales serán el endeudamiento, el calce y la rentabilidad. Estos indicadores se medirán en forma absoluta respecto de cada empresa, independientemente de lo que esté sucediendo en las distintas empresas del medio.

Artículo 14.— La razón de endeudamiento de una institución financiera corresponderá al valor de la deuda dividido por el patrimonio de ésta. Este indicador deberá clasificarse según el valor del endeudamiento económico y del legal.

Artículo 15.— Para los efectos de este reglamento se entenderá por:

a) Endeudamiento económico de una institución financiera: el valor de su pasivo exigible dividido por su patrimonio económico;

b) Patrimonio económico: el patrimonio de la institución menos la pérdida potencial y más las provisiones contables, correspondiendo éstas a aquella parte de dicha pérdida que ya se descontó del patrimonio, y

c) Pérdida potencial: la sobreestimación del valor del activo de una institución financiera, la cual se calculará por la suma de las diferencias entre el valor contable de los activos, incluido los intereses por cobrar y la corrección monetaria, y el valor económico de los mismos.

El endeudamiento económico deberá reflejar el verdadero respaldo que tiene la empresa para responder ante eventuales pérdidas en el valor de sus activos. Mientras mayor sea el indicador, ante un determinado porcentaje de pérdida en los activos, mayor será el porcentaje de pérdida del patrimonio, por lo cual menor será el nivel de seguridad para los acreedores. El giro de las instituciones financieras permite un alto nivel de endeudamiento, razón por la cual este indicador comenzará a reflejar un mayor riesgo de que la empresa se vea impedida de absorber las pérdidas con capital propio y de cancelar sus obligaciones cuando éste exceda el límite máximo establecido en la Categoría A de endeudamiento, según lo establecido en el artículo 17.

Artículo 16.— Se entenderá por endeudamiento legal de una institución financiera el establecido en los artículos 81 y 115 de la Ley General de Bancos, según corresponda, calculado de conformidad a las normas dictadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

El endeudamiento legal indica el margen de crecimiento que tiene una institución financiera, en relación a su nivel de endeudamiento, por cuanto si ésta se encuentra en el límite establecido por la Ley, y presenta una pérdida patrimonial, quedará excedida en su deuda debiendo reducir su nivel de actividad o aumentar su patrimonio.

Artículo 17.— El indicador de endeudamiento se clasificará en Categoría A, B, C o D, y corresponderá a una combinación de endeudamiento económico y legal. El endeudamiento económico tendrá una mayor significación que el legal, para los efectos de la clasificación de endeudamiento, toda vez que éste tiene implícito uno de los elementos determinantes del riesgo de una institución financiera, cual es la pérdida potencial.

El endeudamiento económico se clasificará en cuatro niveles. Para el caso de bancos, el nivel 1 será el que tenga endeudamiento económico menor que 20; el nivel 2, igual o mayor que 20 y menor que 25; el nivel 3, igual o mayor que 25 y menor que 30, y el nivel 4, igual o mayor que 30 o menor que cero.

---

3 Este artículo fue sustituido por el que aparece en el texto, por el Nº 1, del Artículo 1º del D.S. Nº 74, del 27.03.87.

Para las sociedades financieras, el nivel 1 será el de endeudamiento económico menor que 15; el nivel 2, igual o mayor que 15 y menor que 20; el nivel 3, igual o mayor que 20 y menor que 25, y el nivel 4, igual o mayor que 25 o menor que cero.

El endeudamiento legal se clasificará en tres niveles. Para el caso de bancos, el nivel 1 será el de endeudamiento legal menor que 17; el nivel 2, igual o mayor que 17 y menor que 20, y el nivel 3, igual o mayor que 20.

Para las sociedades financieras, el nivel 1 será el de endeudamiento legal menor que 13; el nivel 2, igual o mayor que 13 y menor que 15, y el nivel 3, igual o mayor que 15.

Deberán clasificarse en Categoría A de endeudamiento las instituciones financieras que tengan endeudamiento económico y legal en el nivel 1; en Categoría B, las que tengan endeudamiento económico y legal en nivel 1 y 2 ó 2 y 1, respectivamente; en Categoría C, las que tengan endeudamiento económico y legal en nivel 2 y 2, 1 y 3 ó 3 y 1, respectivamente. Las instituciones financieras que no sean clasificadas en alguna de las categorías anteriores, deberán serlo en Categoría D de endeudamiento.

Artículo 18.— El calce se medirá a través de la diferencia entre pasivos y activos de un mismo tipo, dividida por el patrimonio económico.

Este indicador deberá reflejar si la empresa cuenta con recursos suficientes de características similares, para cubrir obligaciones de la misma naturaleza. El giro de una institución financiera contempla la intermediación de plazos y monedas, razón por la cual, mientras mayor sea la diferencia entre pasivo y activos de un mismo tipo, mayor será también el riesgo en que se incurra de no contar con los recursos necesarios en un determinado momento para cumplir las obligaciones contraídas. La capacidad de una institución para enfrentar dicha diferencia dependerá de los recursos propios de que disponga, razón por la cual los calces se medirán en relación al patrimonio económico.

Artículo 19.— El indicador de calce se clasificará en Categoría A, B, C o D, atendiendo al calce de plazos y calce de monedas, en la forma que se indica en el artículo 22. En la determinación de la categoría se dará mayor relevancia a los calces de plazos y dentro de éstos al de corto plazo.

En el evento de que una institución financiera presente descalce en el corto plazo, se considerará que ello agrava negativamente su solvencia.

Artículo 20.— El calce de plazo se clasificará en tres niveles: riesgo bajo, riesgo mediano y riesgo alto. Para determinar dichos niveles se establecerán los siguientes rangos de calce de plazo, los que se medirán tanto para el total de un determinado plazo como para las diferentes monedas dentro de ese plazo:

a) Para el corto plazo: se deberá ubicar en rango 1, si el calce es menor que 100%; en rango 2, si es igual o mayor a 100% y menor que 150%, y en rango 3, si es igual o mayor que 150%.

b) Para el mediano plazo: se deberá ubicar en rango 1, si el calce es inferior a 150%; en rango 2, si es igual o mayor a 150% y menor que 200%, y en rango 3, si es igual o superior a 200%.

c) Para el largo plazo; se deberá ubicar en rango 1, si el calce es menor que 200%; en rango 2, si es igual o mayor que 200% e inferior a 250%, y en rango 3, si es igual o mayor que 250%.

Para clasificar un determinado plazo en el nivel de riesgo bajo de calce, se deberá haber clasificado en el rango uno, tanto el calce total de ese plazo como al menos el calce de un 60% del número de monedas dentro de ese plazo, aceptándose que el resto de las monedas esté clasificado, como máximo, en el rango dos.

Para clasificar un determinado plazo en el nivel de riesgo mediano de calce, se deberá haber clasificado en rango uno o dos el calce total de ese plazo, pudiendo haber a lo más un calce de moneda, dentro de ese plazo, clasificado en rango tres.

Se clasificará un determinado plazo en el nivel de riesgo alto de calce, cuando éste no se haya clasificado en el nivel de riesgo bajo o mediano.

Para establecer el nivel final de calce de plazo, se deberá considerar el nivel determinado para cada plazo, según lo señalado en los incisos anteriores, de acuerdo al siguiente criterio:

a) Riesgo Bajo: cuando el calce de corto plazo haya sido clasificado en riesgo bajo, aceptándose como máximo que una de las otras categorías de plazo haya sido clasificado en riesgo mediano.

b) Riesgo Mediano: cuando ninguna de las categorías de plazo haya sido clasificada en riesgo alto, a menos que el calce de corto y mediano plazo hayan sido clasificados en riesgo bajo y el de largo plazo en riesgo alto.

c) Riesgo Alto: cuando alguna de las categorías de plazo haya sido clasificada en riesgo alto, con la excepción del caso mencionado en la letra b) anterior.

Artículo 21.— El calce de moneda se clasificará en algunos de los siguientes niveles: riesgo bajo, riesgo mediano o riesgo alto. Para determinar dichos niveles se establecerán los siguientes rangos de calce por moneda:

a) Rango 1: si el calce es menor que 150%;

b) Rango 2: si el calce es igual o mayor que 150% y menor que 200%, y

c) Rango 3: si el calce es igual o mayor que 200%.

El nivel de riesgo del calce por moneda se determinará según el siguiente criterio:

a) Riesgo Bajo: si existe a lo más un 40% de las monedas clasificadas en rango dos en el calce de moneda y el resto en rango uno.

b) Riesgo Mediano: cualquier combinación no incluida en la categoría anterior, siempre que no exista algún calce de moneda clasificado en rango tres, a menos que el 60% de las monedas esté en rango uno en el calce de moneda y el resto en rango tres.

c) Riesgo Alto: cualquier combinación no incluida en las categorías de riesgo anteriores.

Artículo 22.— La clasificación del calce en las categorías señaladas en el artículo 19 se realizará según el siguiente criterio:

a) Categoría A: cuando el calce de plazo sea de riesgo bajo y el de moneda de riesgo bajo o mediano.

b) Categoría B: cuando el calce de plazo sea de riesgo mediano y el de moneda de riesgo bajo o mediano.

c) Categoría C: cuando el calce de moneda sea de riesgo alto y el de plazo de riesgo bajo o mediano.

d) Categoría D: cuando el calce de plazo sea de riesgo alto, cualquiera sea el riesgo del calce de moneda.

Artículo 23.— El indicador de rentabilidad se clasificará atendiendo a la rentabilidad promedio de los últimos cinco años de la respectiva institución financiera, para lo cual se sumará la rentabilidad de cada uno de los años y se dividirá por cinco, cálculo que deberá ajustarse por la pérdida potencial no reconocida en el patrimonio.

La rentabilidad anual se determinará dividiendo el resultado operacional antes de impuesto por el total de activos.

La rentabilidad deberá reflejar la eficiencia de la administración de una institución financiera para generar utilidades para la empresa como un todo. Este indicador será un estimador del riesgo, por cuanto la ineficiencia en la administración financiera puede generar pérdidas que disminuyan el patrimonio y que provoquen una situación de insolvencia.

La rentabilidad se calculará en relación a los activos, independizándola del nivel de endeudamiento, el cual ha sido considerado como uno de los indicadores fundamentales de la clasificación de riesgo. Para instituciones con endeudamiento inferior a uno y mayor que cero, en el cálculo de la rentabilidad no se deberán considerar los gastos financieros, utilizando el mismo criterio aplicado a las empresas emisoras de bonos, ya que en estas circunstancias la institución no está actuando como tal al no hacer uso de su capacidad de endeudamiento.

En el cálculo de esta razón se deberán tomar los activos promedio anual, considerando sólo aquellos que generan o permiten generar flujos a la empresa. Para estos efectos, se deberán deducir partidas del activo, tales como, pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores, pérdidas diferidas, etc. El cálculo de esta razón deberá basarse en los estados financieros auditados.

En el evento de que no existan cinco años para determinar la rentabilidad promedio, se tomarán los existentes, considerando como mínimo los últimos tres. Del mismo modo, cuando en una institución se hubieren producido cambios significativos en su administración o en su propiedad, debidamente acreditados, que hagan presumir que el promedio de cinco años no es un buen indicador para estimar la solvencia, se podrán tomar menos años, con un mínimo de tres, debiendo fundamentarse tal medida. En caso que el emisor no disponga del mínimo de años representativos requerido, el indicador de rentabilidad se clasificará en categoría D de riesgo y la clasificación base de solvencia disminuirá una categoría respecto a la que le corresponda según el procedimiento de clasificación general.

Asimismo, cuando en una institución se hubieren producido cambios significativos en su administración o en su propiedad, debidamente acreditados, que hagan presumir que algunos eventos, que afectaron la rentabilidad de los últimos años no se repetirán en el futuro, éstos podrán desestimarse en el cálculo de la rentabilidad promedio, debiendo fundamentarse tal acuerdo. (4).

---

4 Los incisos 5º y 6º fueron reemplazados por los que aparecen en el texto por el Nº 2 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

Artículo 24.— El indicador de rentabilidad se clasificará en Categoría A, B, C o D, según el nivel de endeudamiento económico. Cuando el endeudamiento económico sea menor que uno y mayor que cero, la clasificación en las categorías antes señaladas se hará según el siguiente criterio:

a) Categoría A: cuando la rentabilidad sea igual o mayor que 10%;

b) Categoría B: cuando la rentabilidad sea igual o mayor que 6% y menor que 10%;

c) Categoría C: cuando la rentabilidad sea igual o mayor que 3% y menor que 6%, y

d) Categoría D: cuando la rentabilidad sea inferior a 3%.

Cuando el endeudamiento económico sea igual o mayor que uno y menor que cinco, la clasificación en las categorías señaladas en el inciso primero, se hará según el siguiente criterio:

a) Categoría A: cuando la rentabilidad sea igual o superior a 8,5% menos el producto entre 1,5% y el endeudamiento económico;

b) Categoría B: cuando la rentabilidad sea igual o mayor que 3,6% menos el producto entre 0,6% y el endeudamiento económico y menor que el valor señalado en la letra a) anterior;

c) Categoría C: cuando la rentabilidad sea igual o superior a cero y menor que el valor señalado en la letra b) anterior, y

d) Categoría D: cuando la rentabilidad sea negativa.

Cuando el endeudamiento económico sea igual o mayor a cinco, la rentabilidad se clasificará en las categorías mencionadas en el inciso primero, según el siguiente criterio:

a) Categoría A: cuando la rentabilidad sea igual o mayor a 1%;

b) Categoría B: cuando la rentabilidad sea igual o mayor que 0,6% y menor que 1%;

c) Categoría C: cuando la rentabilidad sea igual o mayor que cero y menor que 0,6%, y

d) Categoría D: cuando la rentabilidad sea negativa.

Artículo 25.— La clasificación base de solvencia, referida en el artículo 12, y que se determina atendiendo a los indicadores fundamentales, se realizará combinando la clasificación de endeudamiento, calce y rentabilidad, dando una mayor importancia en la clasificación a la primera de éstas e igual ponderación a la de calce y rentabilidad, en la forma que se señala a continuación.

Se clasificará en Categoría A de solvencia a la institución financiera que haya sido clasificada en Categoría A de endeudamiento y que se encuentre en alguna de las siguientes alternativas:

a) Haber sido clasificada en Categoría A de calce o de rentabilidad;

b) Haber sido clasificada en Categoría B de calce y en B o C de rentabilidad, o viceversa;

Se clasificará en Categoría B de solvencia a la institución financiera que se encuentre en alguna de las siguientes alternativas:

a) Haber sido clasificada en Categoría A de endeudamiento y en C de calce y rentabilidad o en B y D de calce y de rentabilidad, respectivamente, o viceversa.

b) Haber sido clasificada en Categoría B de endeudamiento y encontrarse en alguna de las situaciones señaladas en las letras a) o b) del inciso anterior.

Se clasificará en Categoría C de solvencia a la institución financiera que se encuentre en algunas de las siguientes alternativas:

a) Haber sido clasificada en Categoría A de endeudamiento y en C y D de calce y de rentabilidad, respectivamente, o viceversa.

b) Haber sido clasificada en Categoría B o C de endeudamiento y en C de calce y rentabilidad o en B y D de calce y rentabilidad, respectivamente, o viceversa.

c) Haber sido clasificada en Categoría C de endeudamiento y encontrarse en alguna de las situaciones señaladas en las letras a) o b) del inciso anteprecedente.

Se clasificará en Categoría D de solvencia si la institución no se encuentra clasificada en alguna de las categorías anteriores.

Artículo 26.— Los indicadores complementarios se agruparán en dos tipos: indicadores dependientes e indicadores de administración y propiedad. La combinación de la clasificación de ambos tipos de indicadores dará la clasificación complementaria, que tendrá como resultado mantener o bajar en una categoría la clasificación base de solvencia, obtenida de los indicadores fundamentales.

Artículo 27.— Los indicadores dependientes serán aquellos que contribuyan a determinar la solvencia, proporcionando información financiera cuantitativa adicional y complementaria a la contenida en los indicadores fundamentales y adquieren importancia al ser comparados con lo que ocurre en el sector de las empresas financieras o según su evolución en el tiempo.

Artículo 28.— Los indicadores dependientes se dividirán en tres grupos:

a) Primer grupo: aquellos que se refieren a la diversificación de activos;

b) Segundo grupo: aquellos que se refieren a la composición de pasivos y liquidez, y

c) Tercer grupo: aquellos que se refieren a la eficiencia y generación de utilidades.

Los indicadores dependientes del primer grupo serán aquellos que midan si la institución financiera tiene sus activos adecuadamente diversificados. Estos indicadores deberán considerar al menos, la diversificación por tipo de crédito, para lo cual se deberán considerar los créditos relacionados, los hipotecarios y de consumo; por tipo de moneda, sector de actividad económica, y región; por número de deudores, y entre éstos la concentración en los principales deudores; y la diversificación de los otros activos que no correspondan a créditos.

Los indicadores dependientes del segundo grupo serán aquellos que reflejen las fuentes de financiamiento y la liquidez de la institución financiera.

Los indicadores dependientes del tercer grupo serán aquellos que muestren la composición de ingresos y costos de la institución financiera a objeto de medir la eficiencia de las diferentes áreas en que opera la empresa.

Artículo 29.— El objeto del análisis de los indicadores dependientes será el de detectar si existen indicadores dependientes calificados. Se entenderá por indicadores dependientes calificados aquellos que proporcionan información adicional y complementaria a la contenida en los indicadores fundamentales y que puedan reflejar problemas en la solvencia de una institución financiera.

El procedimiento de análisis de estos indicadores deberá hacerse en conformidad a lo siguiente:

a) No podrá haber más de diez indicadores en cada grupo.

b) Para la diversificación por tipo de crédito, se deberá definir el porcentaje máximo que se aceptará, según el tipo de que se trate, para que el indicador no esté calificado.

c) Para el resto de los indicadores, se deberá explicitar en qué casos éste es indicativo de riesgo, esto es, si el indicador se encuentra sobre o bajo el promedio de las instituciones, o en ambos casos.

d) Se deberá determinar si la distribución de cada indicador, considerando a todas las instituciones financieras, se aproxima a una distribución estadísticamente normal u otra conocida.

e) De cumplirse con lo anterior, se deberá determinar el nivel de confianza con que se trabajará y, en consideración a lo obtenido en la letra c) precedente, se deberá realizar la prueba estadística correspondiente, que dé como resultado los indicadores significativamente distintos del promedio.

f) En el evento de que no se pueda realizar una prueba estadística por las características de los datos de que se dispone, se deberá establecer un porcentaje, dependiendo del indicador de que se trate, por sobre o bajo el cual, según corresponda, se obtengan aquellos indicadores significativamente distintos del promedio.

g) Se deberá analizar la evolución en el tiempo de cada uno de los indicadores dependientes a objeto de detectar variaciones significativas.

h) Serán indicadores calificados en una institución financiera los que se señalan en la letra b) anterior y, además, aquellos que sean significativamente distintos del promedio de las instituciones o que hayan tenido variaciones significativas en el tiempo y que después de un análisis fundamentado se haya determinado que efectivamente el valor de estos indicadores refleja un problema de solvencia del emisor.

Artículo 30.— Cada uno de los grupos definidos en el artículo 28 se clasificarán en tres niveles:

a) Nivel uno: corresponderá a aquél que no tiene indicadores calificados.

b) Nivel dos: corresponderá a aquél que tiene uno o dos indicadores calificados.

c) Nivel tres: corresponderá a aquél que tiene tres o más indicadores calificados.

Artículo 31.— Los indicadores complementarios dependientes se clasificarán en categoría A, B o C, según el nivel en que se hayan clasificado los tres grupos a que se refiere el artículo anterior.

Se clasificarán en Categoría A las instituciones que cumplan con el requisito de que a lo más uno de los grupos esté en nivel dos y el resto en nivel uno.

Se clasificarán en Categoría B aquellas instituciones que no estén en Categoría A y que se encuentren en alguna de las siguientes alternativas:

a) Ninguno de los grupos esté clasificado en nivel tres.

b) El primer grupo esté clasificado en nivel uno y el segundo y tercer grupo estén clasificados en nivel uno y tres, respectivamente, o viceversa.

Se clasificarán en Categoría C aquellas instituciones que no cumplan los requisitos para estar en Categoría A o en Categoría B.

Artículo 32.— Los indicadores complementarios de administración y propiedad serán aquellos que proporcionan información cualitativa, adicional y complementaria a la contenida en los indicadores fundamentales y complementarios dependientes que determinan la solvencia, a través de la gestión de la institución y de las directrices generales en la cual ésta se desenvuelve.

El análisis de estos indicadores consistirá en una evaluación cualitativa de los administradores y propietarios. Sin perjuicio de ello, los antecedentes e información en los cuales ésta se fundamente deberán ser objetivos, comprobables e independientes del juicio que le merezca a quien los evalúe. En atención al carácter cualitativo de la evaluación se deberá señalar expresamente los fundamentos que amparen la clasificación de estos indicadores.

Artículo 33.— Los indicadores a que se refiere el artículo anterior se dividirán en dos grupos:

a) Primer grupo: corresponderá a los indicadores de administración, y

b) Segundo grupo: corresponderá a los indicadores de propiedad.

Los indicadores del primer grupo serán aquellos que midan la competencia de la administración en relación a su influencia en la solvencia de la institución financiera. Mientras más coherente y formalmente estructurada sea la organización y más técnicamente se administre, mayor deberá ser su solvencia. Dicha medición se realizará en base a la preparación, experiencia, trayectoria comercial y permanencia de sus administradores en la institución; a la estructura organizacional de la institución; y a las políticas de planificación y control de la administración.

Los indicadores del segundo grupo serán aquellos que reflejen cómo los propietarios ejercen el control sobre las decisiones de la administración y cómo influyen en la forma como se dirige la institución, en sus posibilidades futuras y en general en su solvencia. La evaluación de estos indicadores se realizará en base a la dispersión de la propiedad y al mercado de la acción; a la relación con el Directorio; y, cuando exista concentración en la propiedad accionaria, a la estabilidad patrimonial, experiencia, preparación y trayectoria comercial del o los accionistas mayoritarios y a la política crediticia de la institución hacia los accionistas y personas relacionadas directa o indirectamente con éstos.

Artículo 34.— Los indicadores señalados en el artículo anterior deberán calificarse todavez que los antecedentes e información tenida en cuenta lleven a concluir que los indicadores fundamentales y complementarios dependientes no reflejan en toda su magnitud la influencia negativa que tiene el indicador analizado en la solvencia de la institución financiera.

Cada uno de los grupos referidos en el artículo anterior deberá clasificarse en tres niveles, en consideración al siguiente criterio general:

a) Nivel uno: corresponderá a aquél que no tiene indicadores calificados.

b) Nivel dos: corresponderá a aquél que tiene indicadores calificados, pero éstos no son suficientes para concluir que el grupo como un todo deberá estar calificado, según el concepto definido en el inciso anterior.

c) Nivel tres: corresponderá a aquél que tiene indicadores calificados y éstos llevan a concluir que el grupo como un todo deberá estar calificado.

Artículo 35.— Los indicadores complementarios de administración y propiedad se clasificarán en categoría, A, B o C según el nivel en que se hayan clasificado los dos grupos.

Se clasificará en Categoría A a los indicadores complementarios de administración y propiedad, cuando ambos grupos estén en nivel 1.

Se clasificará en Categoría B a los indicadores complementarios de administración y propiedad, cuando la institución tenga uno de los grupos en nivel 1 y el otro en nivel 2, o ambos en nivel 2.

Se clasificará en Categoría C a los indicadores complementarios de administración y propiedad, cuando la institución no haya sido clasificada en categorías A o B.

Artículo 36.— La clasificación complementaria será el resultado de la combinación de la clasificación de los indicadores complementarios dependientes y los indicadores complementarios de administración y propiedad, para lo cual existirán tres categorías: Categoría A, Categoría B y Categoría C.

La clasificación complementaria deberá estar en Categoría A, cuando los indicadores complementarios dependientes y los indicadores complementarios de administración y propiedad hayan sido clasificados en Categoría A.

La clasificación complementaria deberá estar en Categoría B cuando ésta no se haya clasificado en Categoría A, ni en Categoría C los indicadores complementarios dependientes o de administración y propiedad.

La clasificación complementaria deberá estar en Categoría C, cuando ésta no se haya clasificado en categorías A ni B.

Artículo 37.— La solvencia del emisor se clasificará en cuatro categorías de riesgo, según lo establecido en el artículo 11, combinando la clasificación base de solvencia con la complementaria, de manera tal que aquella se mantenga cuando la clasificación complementaria sea clasificada en categoría A o B y baje una categoría cuando ésta sea clasificada en Categoría C.

2. Características del Instrumento

Artículo 38.— Las características del instrumento se clasificarán en tres niveles: nivel 0, nivel 1 y nivel 2. Dicha clasificación se hará en consideración a la ma-

yor o menor protección que otorga al inversionista el conjunto de atributos del instrumento respecto a su pago.

Se clasificará en nivel 0 cuando el instrumento no posea atributos especiales o, que de existir, éstos no otorguen al inversionista una protección adicional a la solvencia del emisor, respecto a su pago.

Se clasificará en nivel 1 cuando el instrumento posea atributos especiales que otorguen al inversionista una mayor protección, adicional a la solvencia del emisor, respecto a su pago.

Se clasificará en nivel 2 cuando el instrumento posea atributos especiales que otorguen una protección al inversionistas, respecto a su pago, que lo hagan ser prácticamente independiente de la solvencia del emisor.

Artículo 39.— Las características de los depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones se clasificarán en nivel 0 cuando éstos no tengan garantías adicionales a la solvencia del emisor.

Las características de los depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones se clasificarán en nivel 1, cuando tengan algún sistema de seguro o cuenten con garantías especiales, que otorguen una mayor protección al inversionista respecto al pago del instrumento, adicional a la solvencia del emisor. (5).

Artículo 40.— Las letras de crédito emitidas por instituciones financieras tienen características especiales, definidas en el artículo 55 de la ley de Bancos y su valor, en cuanto a la mayor protección que otorga el instrumento al inversionista respecto al pago de éstas, depende de la calidad de la cartera de créditos hipotecarios. En atención a lo anterior, las características de estos instrumentos se clasificarán en los tres niveles definidos en el artículo 38.

3. Margen de Protección

Artículo 41.— El margen de protección de un instrumento emitido por una determinada institución financiera, se clasificará en categoría A, B, C o D, dependiendo del nivel de seguridad que se otorga al tenedor del mismo, determinado por la solvencia del emisor y por las características del instrumento.

El criterio que se deberá utilizar será el de mantener la clasificación de solvencia de la institución emisora, cuando las características del instrumento por ella emitido se hayan clasificado en nivel 0, subirla una categoría cuando el nivel sea 1; y subirla dos categorías cuando el nivel sea 2.

4. Liquidez en el Mercado

Artículo 42.— La liquidez en el mercado de los instrumentos emitidos por instituciones financieras se clasificará en dos niveles: el primero mantendrá la clasificación del margen de protección y el segundo bajará una categoría dicha clasificación.

Los instrumentos cuyo plazo sea inferior o igual a un año y aquellos de mayor plazo que tengan un mercado líquido, mantendrán la clasificación del margen de protección, y si no presentan estas características, bajarán la clasificación en una categoría.

Artículo 43.— Se entenderá que existe un mercado líquido cuando el instrumento tenga efectivamente indicadores de rotación y presencia en el mercado superiores a los límites que se determinen, en consideración a los indicadores promedio de los instrumentos que se transan en el mercado.

El indicador de rotación se calculará dividiendo el monto efectivamente transado en los últimos doce meses de un tipo de instrumento emitido por una misma institución, por el monto total de dichos instrumentos emitidos por una misma institución, valorado a precios de mercado que en promedio hayan existido en dicho período.

El indicador de presencia se calculará dividiendo el número de días que efectivamente se ha transado un tipo de instrumento de un mismo emisor en los últimos doce meses por el número de días hábiles de transacción en dicho período.

Para los efectos del cálculo de los indicadores antes señalados se entenderá por transacciones efectivas, todas aquellas que no se encuentren en las situaciones previstas en los artículos 52 y 53 de la Ley 18.045, sobre mercado de valores.

No obstante lo anterior, podrá medirse la liquidez del instrumento en base a la dispersión de la propiedad de éstos.

Para los efectos del cálculo de los indicadores antes señalados se considerarán los siguientes tres tipos de instrumentos a nivel de cada institución financiera:

a) Depósitos a plazo y otros títulos únicos representativos de captaciones.

b) Bonos y otros títulos seriados representativos de captaciones.

c) Letras de crédito.

Cuando algún tipo de instrumento sea emitido por primera vez o no existan otros del mismo tipo en el mercado de un mismo emisor, se entenderá que existe un mercado líquido en los primeros doce meses, cuando su emisión contemple mecanismos de colocación que tiendan a formar un mercado líquido para el instrumento.

TITULO III

De la Clasificación de los Bonos de Empresas Públicas y Privadas

Artículo 44.— Los instrumentos de oferta pública señalados en la letra e) del artículo 45 de la ley, deberán clasificarse en alguna de las categorías de riesgo señaladas en el artículo 1, en consideración a los siguientes elementos: solvencia del emisor, características del instrumento, y liquidez de éste en el mercado.

1. Solvencia del Emisor

Artículo 45.— La solvencia del emisor se determinará, para los efectos de la clasificación, a través de los

---

5 Este artículo fue modificado por el Nº 3 del Artículo 1º del D.S. Nº 54, del 13.11.86.

indicadores señalados en el artículo 11, y se clasificará en las categorías allí establecidas.

No obstante lo dispuesto en el inciso anterior, la solvencia del emisor se clasificará en Categoría D de riesgo, cuando éste no tenga estados financieros anuales representativos durante el período mínimo exigido para determinar la rentabilidad promedio de los activos, según lo establecido en el artículo 48º. (6).

Artículo 46.— Los indicadores fundamentales darán la clasificación base de solvencia y los indicadores complementarios podrán modificarla, bajándola a lo más dos categorías. Se deberá entender que los indicadores fundamentales no son por sí solos, suficientes para determinar la clasificación de solvencia del emisor y se requerirá de la clasificación complementaria para establecer la clasificación final de solvencia.

Los indicadores fundamentales se medirán en forma absoluta respecto de cada empresa, independientemente de lo que esté sucediendo en el sector de actividad económica donde ésta se desenvuelve, y serán el indicador de la cobertura de gastos financieros de la empresa emisora, el indicador de la estabilidad de ésta y el indicador de endeudamiento económico.

Artículo 47.— El indicador de la cobertura de gastos financieros de una empresa emisora de bonos, en adelante cobertura, se medirá dividiendo su flujo esperado de utilidades por su nivel actual de gastos financieros.

Este indicador deberá reflejar la capacidad de una empresa para cubrir los gastos financieros comprometidos, con los flujos de utilidades generados por sus activos, los cuales son la principal fuente de recursos de que dispone la empresa para cumplir con sus obligaciones. Mientras mayor sea el indicador, ante una determinada disminución del flujo de utilidades, menor será la probabilidad de no pago de sus deudas.

El cálculo de este indicador se hará sobre la base del flujo de utilidades operacionales y del flujo de utilidades totales. En el primer caso se denominará cobertura operacional y en el segundo, cobertura total.

Artículo 48.— El flujo esperado de utilidades se determinará multiplicando la rentabilidad promedio de los activos por el valor de los activos totales, el cual deberá obtenerse del último balance disponible para el público. Dicha rentabilidad deberá calcularse sobre la base de la rentabilidad operacional o de la rentabilidad total, según se trate de la cobertura operacional o cobertura total, respectivamente.

Se entenderá por activos operacionales los que generan los recursos provenientes de la operación y por activos totales a la suma de aquellos que generan beneficio futuro para la empresa o que tienen un valor residual.

La rentabilidad operacional anual se determinará dividiendo el resultado operacional por los activos operacionales promedio del ejercicio.

La rentabilidad total anual se calculará dividiendo el resultado antes de impuestos, intereses y corrección monetaria, por el total de activos promedio del ejercicio.

La rentabilidad promedio de los activos corresponderá a la suma de las rentabilidades anuales, operacionales o totales según se trate, dividida por el número de años que se considere.

Deberán considerarse los estados financieros auditados de al menos los últimos cinco años para lo señalado en el inciso anterior, debiendo aumentarse a un máximo de diez años, toda vez que existan estados financieros anuales auditados e ininterrumpidos, según base de confección y presentación homogéneas.

Cuando haya empresas que tengan cinco o más años, pero que en el período se hubieren producido cambios significativos, debidamente acreditados, en el giro, la administración, la propiedad o en los procesos productivos, que hagan presumir que el promedio de rentabilidad calculado en base a dichos ejercicios no es un buen estimador de la rentabilidad futura, se podrán tomar menos años, considerando como mínimo los tres últimos, lo que deberá fundamentarse. Asimismo, cuando se hubieren producido dichos cambios, la rentabilidad se podrá modificar en conformidad a lo dispuesto en el último inciso del artículo 23.

También se podrán tomar los tres últimos años, cuando se trate de empresas que no tengan más años de existencia.

Para el cálculo de la cobertura se deberá utilizar la rentabilidad promedio histórica, debido a que se ha considerado que éste es el mejor indicador de la capacidad generadora de utilidades de los activos de una empresa en el largo plazo. Lo anterior se ha hecho considerando que los estados financieros deben proveer una indicación razonable del resultado futuro de la empresa. En caso contrario, la clasificación base de solvencia del emisor deberá clasificarse en Categoría D o los bonos en Categoría E, según corresponda, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 45 ó 93, respectivamente. (7).

Artículo 49.— El nivel actual de gastos financieros se determinará multiplicando la tasa de interés real anual promedio ponderado de la deuda vigente, por el valor total de ésta, ambos según el último balance disponible.

Artículo 50.— El indicador de la estabilidad de la cobertura de una empresa emisora de bonos, en adelante estabilidad de la cobertura, corresponderá a una combinación de la estabilidad de la rentabilidad y de la estabilidad de los gastos financieros de dicha empresa y se clasificará en nivel 1, 2 ó 3.

Dicha estabilidad deberá clasificarse sobre la base de la rentabilidad operacional y de la rentabilidad total. En el primer caso se denominará estabilidad operacional y en el segundo, estabilidad total.

El nivel 1 será aquél en que la cobertura es considerada estable, porque la estabilidad de la rentabilidad y de los gastos financieros se clasificaron en nivel 1 o estables. Esto significará que el indicador de cobertura calculado será representativo y poco probable que se vea afectado en el futuro.

El nivel 2 será aquél en que la cobertura es considerada medianamente estable, como consecuencia de que

---

6 Este inciso fue agregado por el Nº 3 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

7 Este artículo fue sustituido por el que aparece en el texto por el Nº 4 del Artículo 1º del D.S. Nº 74, del 27.02.87.

la estabilidad de la rentabilidad o de los gastos financieros o ambas, se clasificaron a lo más en nivel 2 o medianamente estables. Esto significará que existe una mayor probabilidad que en el caso anterior, de que el nivel de cobertura calculado pueda tener variaciones en el largo plazo.

El nivel 3 será aquél en que la cobertura es considerada inestable, debido a que la estabilidad de la rentabilidad o de los gastos financieros o ambas, se clasificaron en nivel 3 o inestables y por lo tanto, significará que el indicador de cobertura calculado será poco representativo y será probable que se vea afectado significativamente en el futuro.

Artículo 51.— La estabilidad de la rentabilidad corresponderá a una combinación del coeficiente de variación y de la tendencia de la rentabilidad, y se clasificará en nivel 1, 2 ó 3.

El coeficiente de variación dará la clasificación base de la estabilidad de la rentabilidad y podrá modificarse en el evento de existir una tendencia significativa y persistente, creciente o decreciente, en el comportamiento histórico de la rentabilidad.

Artículo 52.— El coeficiente de variación corresponderá a la desviación estándar de la rentabilidad dividido por la rentabilidad promedio, operacional o total, según corresponda.

La desviación estándar de la rentabilidad se obtendrá de la raíz cuadrada de la suma de las diferencias al cuadrado entre la rentabilidad de cada uno de los años y la rentabilidad promedio anual, dividido por el número de años menos uno.

El cálculo de la rentabilidad promedio y el número de años a considerar se hará en conformidad a lo señalado en el artículo 48.

El coeficiente de variación deberá reflejar la variabilidad de la rentabilidad como proporción de la rentabilidad promedio.

El coeficiente de variación se clasificará en tres niveles:

a) Nivel 1: cuando éste sea igual o mayor que cero y menor o igual que 0,3;

b) Nivel 2: cuando éste sea mayor que 0,3 y menor o igual que 0,70, y

c) Nivel 3: cuando éste sea mayor que 0,70 o menor que cero.

Artículo 53.— La tendencia de la rentabilidad corresponderá a un análisis secuencial de la rentabilidad durante el período en que se basa la rentabilidad promedio, tendiente a detectar si existe un crecimiento o disminución significativo y persistente de ésta y, que después de un análisis fundado de las causas de dicha tendencia, se pueda concluir fehacientemente que, dado su existencia, el cálculo del coeficiente de variación se encuentra sobre o subestimado.

La tendencia de la rentabilidad se clasificará en tres niveles:

a) Nivel 1: cuando ésta sea significativa y persistentemente positiva.

b) Nivel 2: cuando ésta no sea significativa ni persistentemente positiva o negativa.

c) Nivel 3: cuando ésta sea significativa y persistentemente negativa.

Artículo 54.— La estabilidad de la rentabilidad se clasificará en los niveles señalados en el artículo 51, de acuerdo al siguiente criterio:

a) Nivel 1: cuando el coeficiente de variación esté en nivel 1 y la tendencia en nivel 1 ó 2, o cuando el coeficiente de variación esté en nivel 2 y la tendencia en nivel 1;

b) Nivel 2: cuando el coeficiente de variación esté en nivel 1 y la tendencia en nivel 3, o viceversa, o cuando el coeficiente de variación y la tendencia estén en nivel 2, y

c) Nivel 3: cuando el coeficiente de variación esté en nivel 2 y la tendencia en nivel 3, o viceversa, o cuando el coeficiente de variación y la tendencia estén en nivel 3.

El criterio implícito en la clasificación anterior es el de subir la clasificación base de estabilidad de la rentabilidad un nivel, toda vez que se concluya que existe una tendencia positiva de ésta, por cuanto se estará sobreestimando el coeficiente de variación y, por lo tanto, subestimando la estabilidad. Se mantendrá la clasificación base, toda vez que la tendencia sea neutra, ya que ello significa que el indicador del coeficiente de variación es un indicador adecuado de la estabilidad. Se bajará la clasificación base, cuando se concluya que la tendencia es negativa, debido a que este hecho indica que se deberá esperar un deterioro permanente de la rentabilidad promedio histórica y, en consecuencia, el indicador de cobertura de gastos financieros estará sobreestimado.

Artículo 55.— La estabilidad de los gastos financieros corresponderá a una combinación de los indicadores de calce de plazos, liquidez de la empresa y disponibilidad de garantías y se clasificará en tres niveles, al igual que la estabilidad de la rentabilidad.

Artículo 56.— El calce de plazos se medirá dividiendo el plazo al vencimiento del 75% de la deuda a más de un año, expresado en términos anuales, por el número de años en que el total de ésta sea posible amortizar con la utilidad neta.

Este indicador medirá el grado de adecuación entre los plazos pactados de la deuda y el plazo en que la utilidad neta permite pagar la deuda, contraída. Mientras menor sea el plazo al cual está pactada la deuda, menor será este indicador, dado un determinado plazo en que la utilidad neta permite pagarla y, por lo tanto, mayor será el grado de exposición de la empresa a un cambio en las tasas de interés y de que la cobertura se vea afectada.

El plazo del 75% de la deuda a más de un año, se determinará sumando las amortizaciones más próximas a la fecha de los últimos estados financieros, hasta completar el 75% de la deuda a más de un año. El número de años que medie entre la fecha de los últimos estados financieros disponibles, y la fecha de vencimiento de aquella amortización que complete el mencionado 75%, será el plazo que deberá utilizarse en el cálculo del indicador.

El número de años en que sea posible amortizar la deuda a más de un año con la utilidad neta se obtendrá de dividir el total de la deuda a más de un año, por la utilidad neta.

La utilidad neta será la diferencia entre el flujo esperado de utilidades, calculado según lo dispuesto en el artículo 48, y el nivel actual de gastos financieros, estimado en conformidad a lo señalado en el artículo 49, menos los impuestos a la renta de la empresa de que se trate. (8).

Artículo 57.— El calce de plazo se clasificará en tres niveles, según el siguiente criterio:

a) Nivel 1: cuando este indicador sea superior o igual a 0,8;

b) Nivel 2: cuando este indicador sea menor que 0,8 y mayor o igual que 0,5, y

c) Nivel 3: cuando este indicador sea inferior a 0,5.

Artículo 58.— La liquidez corresponderá a una combinación de la liquidez ácida y la liquidez proyectada.

La liquidez ácida se determinará dividiendo el activo circulante menos el exceso de inventarios y menos el exceso de cuentas por cobrar, por el pasivo circulante.

El exceso de inventarios se calculará restando al valor total del inventario, el equivalente a un determinado período de costo de venta.

El exceso de cuentas por cobrar se determinará restando al valor total de las cuentas por cobrar, el equivalente a un determinado período de ventas.

En el evento de que el valor de algunos de los excesos definidos en los incisos anteriores resultare negativo, se considerará que éste no existe.

El indicador de liquidez ácida medirá si la empresa cuenta con recursos fácilmente liquidables para cumplir con sus obligaciones a menos de un año. Mientras menor sea la liquidez ácida, mayor será la probabilidad de que la empresa tenga dificultades de acceso al crédito y, por lo tanto, que el costo del mismo suba, provocando un deterioro en la cobertura y, en consecuencia, ésta será inestable.

La liquidez ácida se clasificará en tres niveles, según el siguiente criterio:

a) Nivel 1: cuando este indicador sea igual o mayor que 1;

b) Nivel 2: cuando este indicador sea menor que uno e igual o mayor a 0,5, y

c) Nivel 3: cuando este indicador sea menor que 0,5.

Artículo 59.— La liquidez proyectada será la menor entre la calculada a un año y aquella calculada a dos años.

La liquidez proyectada a un año se calculará dividiendo el activo circulante más una vez la utilidad neta, según lo dispuesto en el artículo 56, por la deuda a menos de dos años.

La liquidez proyectada a dos años se calculará dividiendo el activo circulante más dos veces la utilidad neta, según lo dispuesto en el artículo 56, por la deuda a menos de tres años.

El indicador de liquidez proyectada medirá si la empresa contará con recursos suficientes, considerando los del activo circulante y los generados por las utilidades netas durante uno o dos años, según corresponda, para cumplir con sus obligaciones que tengan vencimiento en el transcurso del mismo período. Mientras menor sea la liquidez proyectada, mayor será la probabilidad de que la cobertura se deteriore en el futuro y, por lo tanto, ésta será inestable.

La liquidez proyectada se clasificará en dos niveles según el siguiente criterio:

a) Nivel 0: cuando ésta sea igual o mayor a 0,9; y

b) Nivel 1: cuando ésta sea menor que 0,9. (9).

Artículo 60.— La liquidez se clasificará en tres niveles utilizando para ello el criterio de mantener el nivel en que se clasifique la liquidez ácida, si la liquidez proyectada es clasificada en nivel 0, y bajarla en un nivel, si la liquidez proyectada es clasificada en nivel 1.

Artículo 61.— La disponibilidad de garantías se medirá dividiendo el valor de los activos susceptibles de constituirse en garantías, que estén libres de todo gravamen, por el pasivo exigible. El cálculo anterior se realizará según la situación existente al último estado financiero disponible y según aquella que agrega al valor de los activos disponibles a dicha fecha, el excedente de garantías que se liberen en el transcurso de los tres años siguientes. Se entenderá por excedente de garantías liberadas, la diferencia entre el valor de los bienes entregados en garantía, a la fecha del último estado financiero disponible, y un porcentaje del saldo de la deuda a la cual se encuentran garantizando a esa misma fecha.

Dicho porcentaje deberá ser determinado, atendiendo el monto de garantías habitualmente exigido para amparar las obligaciones crediticias, no pudiendo ser inferior al 100%.

Este indicador reflejará el grado de flexibilidad financiera de que dispone la empresa para acceder a nuevos recursos en el evento de requerirlos. Mientras mayor sea el indicador, mayor será la flexibilidad financiera y por lo tanto, la estabilidad de los gastos financieros.

La disponibilidad de garantías se clasificará en dos niveles, según el siguiente criterio:

a) Nivel 1: cuando el indicador calculado a la fecha del último estado financiero sea mayor que quince por ciento y el indicador calculado considerando la liberación de excedentes de garantías, sea superior al treinta por ciento.

b) Nivel 2: cuando no se cumplan simultáneamente los requisitos para estar en nivel 1.

Artículo 62.— La estabilidad de los gastos financieros se clasificará en los niveles señalados en el artículo 55, de acuerdo al siguiente criterio:

a) Nivel 1: cuando la liquidez y la disponibilidad de garantías estén en nivel 1 y el calce de plazos en nivel 1 ó 2;

---

8 Este inciso fue reemplazado por el que aparece en el texto por el Nº 5 del Artículo 1º del D.S. Nº 76, del 27.02.87.

9 Este artículo fue sustituido por el que aparece en el texto por el Nº 6 del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

b) Nivel 2: cuando la liquidez y la disponibilidad de garantías estén en nivel 1 y el calce de plazos en nivel 3, o cuando la liquidez esté en nivel 2, la disponibilidad de garantías en nivel 1 y el calce de plazos en nivel 1 ó 2, y

c) Nivel 3: cuando no se esté en nivel 1 ó 2.

El criterio implícito en la clasificación anterior es que la liquidez sea el indicador que determina la clasificación de la estabilidad de gastos financieros, por ser éste el indicador que mejor refleja el concepto de variabilidad en el tiempo más próximo de los gastos financieros que representa esta estabilidad. Lo anterior, siempre y cuando el calce de plazos no alcance valores críticos, como lo sería una clasificación en nivel 3, en cuyo caso la clasificación de estabilidad debe bajar un nivel, por considerarse que el problema de largo plazo que enfrenta la empresa es más significativo que el de corto plazo, representado por la liquidez. Todo lo anterior, siempre y cuando la disponibilidad de garantías sea adecuada, ya que en caso contrario, la estabilidad de los gastos financieros se considerará de nivel 3.

Artículo 63.— El endeudamiento económico de una empresa emisora de bonos para estos efectos se medirá dividiendo el valor de mercado de sus activos por su pasivo exigible.

Se entenderá por valor de mercado de los activos, aquél que resulte de valorarlos económicamente en función de sus usos alternativos fuera del contexto de la empresa o, si fuere posible, atendiendo al precio a que corrientemente son transados en los mercados respectivos a la fecha de la evaluación. Con todo, cuando no exista un mercado para un determinado activo, en ningún caso se considerarán valores de mercado aquellos que resulten de aplicar criterios basados en el costo histórico o en el valor de reposición.

Artículo 64.— La clasificación base de solvencia, a que se refieren los artículos 12 y 46, se realizará combinando el indicador de cobertura y la clasificación de su estabilidad, utilizando para ello el criterio de exigir una mayor cobertura, para estar en una determinada categoría de solvencia, mientras menor sea la estabilidad.

La clasificación base de solvencia, en las categorías señaladas en el artículo 45, se hará según el siguiente criterio:

a) Categoría A: cuando la cobertura sea mayor o igual que 4, 6 y 8, si su estabilidad fue clasificada en nivel 1, 2 y 3, respectivamente.

b) Categoría B: cuando la cobertura sea menor que 4 y mayor o igual que 2,5, menor que 6 y mayor o igual que 3,25 y menor que 8 y mayor o igual que 4, si su estabilidad fue clasificada en nivel 1, 2 y 3, respectivamente,

c) Categoría C: cuando la cobertura sea menor que 2,5 y mayor o igual que 1,5, menor que 3,25 o mayor o igual que 2 y menor que 4 y mayor o igual que 2,5, si su estabilidad fue clasificada en nivel 1, 2 y 3, respectivamente;

d) Categoría D: cuando la cobertura sea menor que 1,5, 2 y 2,5 si su estabilidad fue clasificada en nivel 1, 2 y 3, respectivamente.

La Categoría de clasificación base de solvencia será la más baja entre las siguientes:

a) La obtenida de sus estados financieros individuales, en base a la cobertura y estabilidad total.

b) La obtenida de sus estados financieros individuales, en base a la cobertura y estabilidad operacional. (10).

c) La obtenida de sus estados financieros consolidados, en base a la cobertura y estabilidad operacional.

d) La obtenida de sus estados financieros consolidados, en base a la cobertura y estabilidad total.

Artículo 65.— Cuando la empresa emisora de bonos sea una sociedad matriz, para los efectos de la clasificación base de solvencia, no se considerará la señalada en la letra b) del último inciso del artículo anterior.

Artículo 66.— Cuando la empresa emisora de bonos sea una sociedad filial, la clasificación base de solvencia se determinará combinando la correspondiente clasificación de la filial con la de la matriz, según el siguiente criterio:

a) Si la clasificación base de solvencia de la sociedad matriz es igual o superior a la de la filial por sí sola, esta última se mantendrá como clasificación base de solvencia de la sociedad filial.

b) Si la clasificación base de solvencia de la sociedad matriz es inferior a la de la filial por sí sola, la clasificación base de solvencia de la sociedad filial bajará una categoría.

Para los efectos de determinar la Categoría de la clasificación base de solvencia de la sociedad filial por sí sola, se deberá aplicar el procedimiento establecido en el artículo 64, y para determinar la correspondiente Categoría de la sociedad matriz, se deberá tomar la Categoría de menor solvencia establecida por las letras c) o d) del mismo artículo. (11).

Artículo 67.— La clasificación base de solvencia subirá una categoría toda vez que, a petición del emisor, se proceda a evaluar el indicador de endeudamiento económico y éste resulte superior a 5.

El emisor que solicitare dicho cálculo, deberá proporcionar toda la información necesaria para determinar el valor de mercado de sus activos.

Artículo 68.— Los indicadores complementarios se agruparán en tres tipos: indicadores dependientes, indicadores de administración y propiedad e indicadores calificadores de la cobertura. La combinación de la clasificación de estos indicadores dará la clasificación complementaria, que tendrá como resultado mantener o bajar en una o dos categorías la clasificación base de solvencia, obtenida de los indicadores fundamentales. El análisis de estos indicadores deberá aplicarse a la sociedad matriz o a la filial y en el contexto individual o consolidado, según sea el origen de la cobertura utilizada en la clasificación base de solvencia. En el evento de que dicha clasificación para la matriz haya sido la misma en ambos contextos, el análisis de los indicadores

---

10 La letra b de este inciso fue reemplazada por la que aparece en el texto por el Nº 7 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

11 Este artículo fue sustituido por el que aparece en el texto por el Nº 8 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

complementarios se deberá aplicar al contexto que tuviere la menor cobertura.

Artículo 69.— Los indicadores complementarios dependientes tendrán por objeto los señalados en los artículos 27 y 29 y se dividirán en dos grupos, que serán los señalados en las letras b y c del artículo 28, correspondiendo al primer y segundo grupo, respectivamente.

Los indicadores a utilizar en cada grupo y el procedimiento de análisis para determinar los indicadores calificados se establecerán, atendiendo a lo dispuesto en las letras a, c, d, e, f, g y h del inciso segundo del artículo 29.

Cada uno de los grupos se clasificará en tres niveles, de acuerdo a lo señalado en el artículo 30.

Artículo 70.— Los indicadores complementarios dependientes se clasificarán en Categoría A, B o C, según el nivel en que se hayan clasificado los dos grupos.

Se clasificarán en Categoría A de dependientes las empresas emisoras de bonos que cumplan con el requisito de que a lo más uno de los grupos esté en nivel dos y el otro en nivel uno.

Se clasificarán en Categoría B de dependientes las empresas emisoras de bonos que no estén clasificadas en Categoría A y que se encuentren en alguna de las siguientes alternativas:

a) El primer y segundo grupo clasificados en el nivel dos.

b) El primer grupo clasificado en nivel uno y el segundo en nivel tres, o viceversa.

Se clasificarán en Categoría C de dependientes las empresas emisoras de bonos que no estén clasificados en categorías A o B.

Artículo 71.— Los indicadores complementarios de administración y propiedad, que se evaluarán para determinar la clasificación de solvencia de una empresa emisora de bonos, tendrán el objeto, se analizarán y se clasificarán, de manera análoga a los determinados para instituciones financieras, en conformidad a lo dispuesto en los artículos 32, 33, 34 y 35, de este Reglamento.

Artículo 72.— Los indicadores complementarios calificadores de la cobertura serán aquellos que proporcionen información adicional y complementaria a la contenida en los indicadores fundamentales, en particular, en relación a la estabilidad de la cobertura, que determinen la solvencia de la empresa emisora de bonos.

Artículo 73.— Estos indicadores serán los siguientes:

a) Calce de monedas;
b) Protección arancelaria;
c) Representatividad de los gastos financieros;
d) Flexibilidad operacional, y
e) Factores adversos.

Artículo 74.— Los indicadores de calce de monedas, protección arancelaria, representatividad de los gastos financieros y flexibilidad operacional se medirán a través de recalcular, para cada caso, la cobertura de gastos financieros utilizada para determinar la clasificación base de solvencia, suponiendo determinadas variaciones en el tipo de cambio, aranceles de los insumos y productos finales, tasas de interés y ventas, respectivamente.

Si la clasificación base de solvencia no se ve modificada por dicho recálculo, al modificar el tipo de cambio, los aranceles, las tasas de interés o las ventas, según corresponda, se podrá concluir que dicha clasificación está correctamente determinada, pues si bien la cobertura se podrá ver modificada por los señalados cambios, ello no afectará la categoría de clasificación.

El recálculo de la cobertura, considerando separadamente determinadas variaciones del tipo de cambio y determinado porcentaje de aumento de los aranceles de los insumos y disminución de los aranceles del producto final, deberá hacerse modificando el flujo esperado de utilidades y el nivel actual de gastos financieros, por la proporción en que éstos se vean afectados por dichas variaciones. La cobertura recalculada a tomar en cuenta será la menor entre la obtenida de una disminución del tipo de cambio y un aumento de éste y de un aumento de los aranceles de los insumos y una disminución de los correspondientes al producto final, según corresponda.

El recálculo de la cobertura, a objeto de medir la representatividad de los gastos financieros, deberá hacerse modificando el nivel actual de gastos financieros, al considerar tasas de interés promedio del mercado, cuando para el cálculo de dicho nivel se hayan utilizado tasas no representativas. Se considerará que las tasas de interés son representativas cuando éstas provengan de deudas con vencimiento a más de tres años contados desde la fecha de los estados financieros, siempre que no se trate de deudas con empresas relacionadas.

El recálculo de la cobertura, a objeto de medir la flexibilidad operacional, deberá hacerse modificando el flujo esperado de utilidades, al considerar un determinado porcentaje de disminución de las ventas, para lo cual se deberá distinguir los costos fijos de los variables.

Las variaciones correspondientes a cada caso no podrán ser inferiores al 10% ni superiores a 30%.

Cada uno de estos indicadores se clasificará en nivel 1, 2 ó 3, dependiendo si la clasificación base de solvencia se mantiene, baja una, dos o más categorías al recalcular la cobertura de gastos financieros considerando las variaciones correspondientes a cada caso, en la siguiente forma:

a) Nivel 1: Cuando la clasificación base de solvencia se mantiene;

b) Nivel 2: Cuando la clasificación base de solvencia baja una Categoría, y

c) Nivel 3: Cuando la clasificación base de solvencia baja dos categorías o cuando, al recalcular la cobertura, ésta sea clasificada en Categoría D de riesgo. (12).

Artículo 75.— El indicador de factores adversos será una combinación de elementos cualitativos, que proporcionen información adicional y complementaria a la contenida en los indicadores fundamentales, complementarios dependientes, de administración y propiedad

---

12 La letra c de este artículo fue reemplazada por la que aparece en el texto por el Nº 9 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

y a los que se refiere el artículo anterior, que amenacen la estabilidad de la empresa y, en consecuencia, afecten la solvencia.

Si bien la evaluación de estos factores es esencialmente cualitativa, los antecedentes e información en los cuales ésta se fundamente deberán ser objetivos, comprobables e independientes del juicio que le merezca a quien los evalúe. En atención al carácter cualitativo de la evaluación se deberá señalar expresamente los fundamentos que amparen la clasificación de estos indicadores.

Se deberán tomar diez factores, eligiendo los más relevantes que determinen la solvencia del emisor.

Entre los factores a evaluar, podrán considerarse los siguientes:

a) Participación de mercado;
b) Poder de negociación con proveedores;
c) Poder de negociación con clientes;
d) Exposición a la entrada de nuevos productores;
e) Existencia de barreras al crecimiento;
f) Rivalidad entre competidores;
g) Exposición a contingencias derivadas de juicios pendientes, avales y garantías otorgados a terceros;
h) Exposición a eventuales insolvencias de empresas relacionadas;
i) Exposición a las situaciones contempladas en el inciso segundo del artículo 106 de la Ley;
j) Exposición a conflictos laborales.

A cada uno de estos factores deberá asignársele una calificación entre uno y tres. Una calificación igual a uno reflejará que el factor no es adverso para la solvencia de la empresa, una calificación igual a dos reflejará que el factor es medianamente adverso y, una calificación igual a tres reflejará que el factor es adverso.

El indicador de factores adversos se clasificará en tres niveles:

a) Nivel 1: Cuando la suma de las calificaciones sea menor o igual que 14, siempre que ningún factor sea adverso;

b) Nivel 2: Cuando no se esté en Nivel 1 y la suma de las calificaciones sea menor o igual que 20, siempre que no haya más de un factor adverso y que éste no sea suficiente para concluir que el indicador como un todo es adverso,

c) Nivel 3: Cuando no se esté en nivel 1 o nivel 2. (13).

Artículo 76.— Los indicadores complementarios calificadores de la cobertura se clasificarán en Categorías A, B o C, según el nivel en que se hayan clasificado los distintos indicadores.

Se clasificarán en Categoría A, las empresas emisoras de bonos cuya suma de los niveles de cada uno de estos indicadores sea menor o igual que ocho y que ninguno de los indicadores haya sido clasificado en nivel tres.

Se clasificarán en categoría B, las empresas emisoras de bonos cuya suma de los niveles de cada uno de estos indicadores sea mayor que ocho y menor o igual que diez y que ninguno de los indicadores haya sido clasificado en nivel tres.

Se clasificará en categoría C de indicadores complementarios calificadores de la cobertura a las empresas que no estén clasificadas en Categoría A o B. (14).

Artículo 77.— La clasificación complementaria será el resultado de la combinación de la clasificación de los tres tipos de indicadores complementarios, para lo cual existirán tres categorías: Categoría A, Categoría B y Categoría C.

La clasificación complementaria deberá estar en Categoría A, cuando los indicadores calificadores de la cobertura hayan sido clasificados en Categoría A y los indicadores complementarios dependientes y de administración y propiedad hayan sido clasificados en Categoría A o B.

La clasificación complementaria deberá estar en Categoría B, cuando ésta no se haya clasificado en Categoría A y la empresa se encuentre en alguna de las siguientes alternativas:

a) Los indicadores calificadores de la cobertura hayan sido clasificados en Categoría A y los indicadores dependientes o los de administración y propiedad, o ambos, hayan sido clasificados en Categoría C;

b) Los indicadores calificadores de la cobertura hayan sido clasificados en Categoría B y los indicadores complementarios dependientes y de administración y propiedad hayan sido clasificados en Categoría A o B.

La clasificación complementaria deberá estar en Categoría C, cuando ésta no se haya clasificado en Categoría A ni B.

Artículo 78.— En el evento de que en la clasificación base de solvencia se haya considerado el endeudamiento económico, en la forma establecida en el artículo 67, la clasificación complementaria se determinará combinando la correspondiente a los indicadores complementarios de administración y propiedad y la del indicador de factores adversos, según el siguiente criterio:

a) Categoría A: cuando el indicador de factores adversos haya sido clasificado en nivel 1 y el de administración y propiedad en Categoría A o B.

b) Categoría B: cuando el indicador de factores adversos haya sido clasificado en nivel 1 y el de administración y propiedad en Categoría C o el primero en nivel 2 y el segundo en Categoría A o B.

c) Categoría C: cuando ésta no se haya clasificado en Categoría A o B.

Artículo 79.— La solvencia del emisor se clasificará en cuatro categorías de riesgo, según lo establecido en el artículo 45, combinando la clasificación base de solvencia con la complementaria, de manera tal que aquélla se mantenga cuando la clasificación complementaria sea clasificada en Categoría A, baje una categoría cuando ésta sea clasificada en Categoría B y, baje dos categorías cuando ésta sea clasificada en Categoría C.

Artículo 80.— En el evento de que la clasificación de solvencia de un emisor se efectúe como consecuencia de una nueva emisión de bonos, ésta deberá hacerse

---

13 Este artículo fue modificado como aparece en el texto por el Nº 10 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

14 Este artículo fue modificado como aparece en el texto por el Nº 11 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

considerando, para todos los efectos, el monto y los términos de la nueva deuda.

Sin perjuicio de lo anterior, cualquiera sea el uso de los recursos de la nueva emisión, no se considerarán, para los efectos de la clasificación de solvencia, las variaciones en la tasa de rentabilidad histórica ni los aumentos en el nivel y composición de activos.

2. Características del Instrumento

Artículo 81.— Las características del instrumento se clasificarán en nivel −1, 0, 1 ó 2. Dicha clasificación se hará en consideración a si el bono tiene atributos especiales respecto a su pago que den al inversionista una protección adicional a la solvencia del emisor.

Los atributos especiales podrán ser garantías o resguardos y la clasificación de las características del instrumento dependerá de la clasificación de estos atributos.

Se entenderá por garantías para los efectos de este reglamento, las hipotecas, las prendas constituidas sobre determinados bienes y las fianzas de terceros que aseguren el cumplimiento de la obligación de pago contraída en un contrato de emisión de bonos.

Se entenderá por resguardos todas aquellas cláusulas, contenidas en el contrato de emisión de bonos, a través de las cuales el emisor se obliga a cumplir ciertos compromisos que protegen al inversionista respecto al pago del bono, y que no constituyan garantías.

Las garantías se evaluarán en relación al capital adeudado de los instrumentos, determinando si éstas otorgan al inversionista una protección adicional a la solvencia del emisor. Dicha evaluación deberá considerar el valor de liquidación de los bienes entregados en garantía, en consideración a su uso o valor alternativo fuera del contexto de la empresa, y en el caso de la existencia de avales se deberá evaluar su solvencia.

Los resguardos deberán evaluarse en consideración a si proporciona estabilidad a la solvencia del emisor, comprobando si éstos son controlables por los representantes de los tenedores de bonos, si son mayores a los otorgados a otros acreedores y si éstos, evaluados en el límite de su cumplimiento, garantizan que la clasificación de solvencia no disminuya a Categoría D.

Las características del bono se clasificarán en nivel −1 cuando sus garantías o resguardos, o ambos, no proporcionen una mayor estabilidad a la solvencia del emisor; en nivel 0 cuando se otorguen garantías o resguardos que tiendan a mantener la solvencia del emisor; en nivel 1 cuando existan garantías o una combinación de garantías y resguardos que den una protección al inversionista adicional a la solvencia del emisor, y en nivel 2 toda vez que existan garantías o una combinación de garantías y resguardos que otorguen una protección al inversionista respecto al pago del instrumento, que lo hagan ser prácticamente independiente de la solvencia del emisor. (15).

3. Margen de Protección

Artículo 82.— El margen de protección de un bono será una combinación de su clasificación de solvencia y de las características del instrumento y se clasificará en cuatro categorías: A, B, C o D.

El criterio que se deberá utilizar será el bajar una categoría la clasificación de solvencia del emisor cuando las características del instrumento se hayan clasificado en nivel −1; mantener la clasificación cuando el nivel sea 0; subirla una categoría cuando el nivel sea 1, y dos categorías cuando el nivel sea 2. (16).

4. Liquidez en el Mercado

Artículo 83.— La liquidez en el mercado de bonos emitidos por un determinado emisor se clasificará en forma análoga a lo dispuesto en los artículos 42 y 43 de este Reglamento.

TITULO IV

De la Clasificación de Títulos Garantizados por Instituciones Financieras

Artículo 84.— Los instrumentos de oferta pública, señalados en la letra c) del artículo 45 de la ley, deberán clasificarse en alguna de las categorías de riesgo señaladas en el artículo 1, en consideración a los siguientes elementos: margen de protección del título y liquidez de éste en el mercado.

1. Margen de Protección

Artículo 85.— El margen de protección de un título garantizado por una o más instituciones financieras será una combinación de las clasificaciones de margen de protección otorgado por el emisor y por las instituciones garantes y de las características propias del instrumento de que se trate y se clasificará en Categoría A, B, C o D.

Artículo 86.— El margen de protección otorgado por el emisor de dichos títulos garantizados se determinará, para los efectos de la clasificación, a través del procedimiento establecido para los bonos, en conformidad a lo dispuesto en los artículos 44 al 82.

Artículo 87.— El margen de protección otorgado por la institución financiera garante se determinará, para los efectos de la clasificación, a través del procedimiento establecido en los artículos 11 al 41.

Artículo 88.— En el evento de que el título haya sido garantizado por más de una institución financiera se deberá determinar el margen de protección otorgado por cada una de ellas, según lo dispuesto en el artículo anterior.

Artículo 89.— Se entenderá por características propias del título a la garantía propiamente tal otorgada por una o más instituciones financieras. Dicha garantía deberá ser evaluada a objeto de determinar el porcentaje total garantizado de la deuda contraída, como asimismo, en el evento de que el título esté garantizado por más

15 Este artículo fue modificado como aparece en el texto por el Nº 12 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

16 Este inciso fue sustituido por el que aparece en el texto por el Nº 13 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

de una institución financiera, los porcentajes de dicha deuda que garantiza cada una de ellas.

Artículo 90.— En el evento de que el título esté garantizado por una sola institución financiera y por el 100% o más de la deuda, la Categoría en que se clasificará el margen de protección del título será la mejor entre la correspondiente al margen de protección otorgado por el emisor y por la institución garante.

Artículo 91.— En el evento de que el título esté garantizado por más de una institución financiera o por menos del 100% de la deuda, o ambas, la Categoría en que se clasificará el margen de protección del título será el promedio ponderado de las Categorías en que se clasifique el margen de protección otorgado por el emisor y por las instituciones garantes.

2. Liquidez en el Mercado

Artículo 92.— La liquidez en el mercado de títulos garantizados por instituciones financieras se clasificará en forma análoga a lo dispuesto en los artículos 42 y 43 de este Reglamento.

TITULO V

De la Clasificación de los Instrumentos en Categoría E

Artículo 93.— Los instrumentos de oferta pública señalados en las letras b), c), d) y e) del artículo 45 de la ley, serán clasificados en Categoría E cuando el emisor, o el garante en su caso, no cuente con la información disponible para clasificar. Se entenderá que no se cuenta con dicha información en cualquiera de las siguientes situaciones:

a) Cuando los estados financieros anuales del emisor o garante, según corresponda, no sean aceptados como confiables;

b) Cuando el emisor o el garante, teniéndola, no proporcione la información requerida para clasificar en las Categorías A, B, C o D de riesgo;

c) Cuando el emisor o el garante provea información falsa o tendenciosa. (17).

1. Sin Información Confiable (18)

Artículo 94.— Derogado (19).

Artículo 95.— Se considerará que los estados financieros anuales no son aceptados como confiables cuando se encuentren en alguna de las siguientes situaciones:

a) Cuando no hayan sido auditados por auditores externos, conforme a lo establecido en el artículo siguiente.

b) Cuando los dictámenes de auditores externos tengan abstención de opinión u opinión adversa, cuyas causas subsistan a la fecha de la clasificación.

c) Cuando presenten un alto grado de manipulación.

Artículo 96.— Los estados financieros anuales que no se encuentren auditados externamente y aquellos examinados por auditores externos que al momento de la evaluación no estuvieren inscritos en el Registro de Auditores que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros y que no haya sido suspendida o cancelada su inscripción, habida consideración a la falta de idoneidad o incumplimiento de sus funciones, se considerarán estados financieros no confiables desde el punto de vista de auditoría externa. Respecto a los estados financieros anteriores al ejercicio 1983, se deberá verificar además si los auditores externos eran personas relacionadas a los propietarios y de serlo también se considerarán no confiables.

Artículo 97.— Se considerará que los estados financieros tienen un alto grado de manipulación cuando ésta sea significativa o periódica.

Se entenderá por manipulación aquellas contabilizaciones que hayan afectado los estados financieros sin una justificación económica y que distorsionen la situación financiera real de la empresa.

Para evaluar la significancia y periodicidad de las manipulaciones se deberá proceder de la siguiente forma:

a) Se extraerá de los estados financieros del período a analizar, todos los eventos susceptibles de considerarse como manipulación.

b) Se establecerá la periodicidad de las manipulaciones, en base al número de éstas detectadas en el período.

c) Se recalculará la rentabilidad promedio, a que se refiere el artículo 48, considerando el efecto de las manipulaciones.

d) Se establecerá la significancia relativa, dividiendo la rentabilidad señalada en la letra c), por la rentabilidad promedio total de los activos, establecida en el artículo 48.

2. Discontinuidad en la Entrega de la Información

Artículo 98.— Se clasificará en Categoría E de riesgo todo instrumento cuyo emisor no proporcione a la Secretaría Técnica, en forma completa y oportuna, la información contable y financiera mínima exigida por ésta, con el objeto de realizar el proceso de clasificación de instrumentos.

Artículo 99.— Se entenderá por información periódica requerida, toda la información pública que se precise para efectuar las clasificaciones a que se refieren los Títulos II, III y IV y aquella que establezcan las normas referentes al funcionamiento del mercado primario formal.

3. Entrega de Información Falsa o Tendenciosa

Artículo 100.— Se clasificará en Categoría E aquellos instrumentos cuyo emisor hubiere hecho llegar

---

17 Este artículo fue reemplazado por el que aparece en el texto por el Nº 14 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

18 Este subtítulo fue reemplazado por el que aparece en el texto por los Nºs. 15 y 16 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

19 El Artículo 94 fue derogado por el Nº 15 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

información que resultare falsa o tendenciosa, en el sentido de que ésta indujere a conclusiones erróneas respecto a una clasificación.

TITULO VI

De la Aprobación de Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas

Artículo 101.— Las acciones de sociedades anónimas abiertas que puedan ser adquiridas con los recursos de los Fondos de Pensiones deberán aprobarse por la Comisión, previa solicitud de su emisor, en consideración a la disponibilidad de información para clasificar la solvencia del emisor y al riesgo de la rentabilidad esperada. Para la determinación del riesgo de la rentabilidad esperada se evaluarán los siguientes elementos: solvencia del emisor, características propias del título y liquidez de éste en el mercado.

Sin perjuicio de lo anterior, las acciones de sociedades anónimas abiertas se desaprobarán cuando el emisor no posea información disponible para clasificar la solvencia, según lo señalado en el artículo 93 de este Reglamento, o cuando se encuentre en etapa de desarrollo. Se considerará que una empresa se encuentra en etapa de desarrollo cuando está destinando sustancialmente sus recursos a establecer una nueva actividad industrial o comercial, ya sea que no haya iniciado sus operaciones productivas o que, habiéndolas iniciado, no haya efectuado ventas por un monto significativo. (20).

1. Solvencia del Emisor

Artículo 102.— La solvencia del emisor se determinará del mismo modo que el utilizado para la clasificación de instrumentos financieros representativos de deuda emitidos por instituciones financieras o bonos, según se trate de acciones de instituciones financieras o empresas distintas a éstas, respectivamente, y se clasificarán en Categoría A, B, C o D, según corresponda. (21).

2. Características del Instrumento (22)

Artículo 103.— Las características de las acciones se clasificarán en nivel −1, 0 ó 1. Dicha clasificación se hará en consideración a si las acciones sometidas a aprobación tienen características que den al inversionista una protección adicional a la solvencia del emisor. Estas últimas características podrán ser especiales o generales.

La clasificación de las características del instrumento dependerá de la combinación de la clasificación de las características especiales y generales. (23).

Artículo 104.— Se entenderá que las acciones sometidas a trámite de aprobación tienen características especiales cuando los estatutos del emisor contengan una política de administración de la sociedad, permanente o transitoria.

La política de administración a que se refiere el inciso anterior, cuyo cumplimiento será en todo momento verificable por las Administradoras, deberá referirse, al menos: a las políticas de financiamiento e inversiones, de entrega de garantías y fianzas, y de liquidez; y a la forma y plazos parciales, al menos anuales, en que el emisor dará cumplimiento a la política de administración.

Los estatutos del emisor deberán establecer que la reforma de ellos en lo referente a la política de administración sólo podrá ser efectuada en la forma señalada en el artículo 121 del Decreto Ley Nº 3.500, de 1980.

El emisor, al solicitar la aprobación de sus acciones, deberá presentar a la Comisión Clasificadora de Riesgo las garantías que haya constituido para asegurar el fiel cumplimiento de la política de administración. Las referidas garantías formarán parte de las características especiales a que se refiere este artículo. (23).

Artículo 105.— Las características especiales se clasificarán en dos niveles: 1 y 0.

Se clasificarán en nivel 1 cuando existan características especiales de las acciones que proporcionen una protección adicional a la solvencia del emisor, y en nivel 0 en caso contrario.

Se entenderá que las características especiales proporcionan una protección adicional a la solvencia del emisor, cuando la política de administración establecida en los estatutos de la sociedad, evaluada en el límite máximo de su cumplimiento, no permita inferir que la clasificación de solvencia del emisor será categoría D de riesgo al final de la vigencia de la garantía señalada en el último inciso del artículo 104. Adicionalmente, la garantía constituida en favor de las Administradoras de Fondos de Pensiones, deberá cumplir con los siguientes requisitos:

a) Su vigencia no podrá ser superior a 5 años;

b) Deberá asegurar a las Administradoras que, frente a cualquier incumplimiento de la política de administración establecida en los estatutos del emisor, éstas podrán recuperar, al menos, un 75% de lo invertido en acciones de la sociedad emisora;

c) No afectar al patrimonio del emisor, debiendo ser completamente independiente y adicional a la solvencia de éste. (23).

Artículo 106.— Se entenderá por características generales las establecidas en los estatutos y que se refieran a privilegios de series de acciones, si los hubiere; a la organización y modalidades de la administración social y de su fiscalización por los accionistas; a la forma de distribución de las utilidades; a la naturaleza del arbitraje a que deberán ser sometidas las diferencias entre accionistas o entre éstos y la sociedad; a la designación del directorio y demás pactos que acordaren los accionistas.

Las características generales se clasificarán en nivel −1 y 0.

Se clasificarán en nivel −1 cuando se dé una mayor protección a determinadas acciones, sin una adecuada compensación para las acciones sometidas a aprobación,

---

20 Este artículo fue reemplazado por el que aparece en el texto por el número 17 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

21 Este artículo fue sustituido por el que aparece en el texto por el número 18 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

22 Este subtítulo fue reemplazado por el que aparece en el texto por el Nº 20 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

23 Este artículo fue derogado y reemplazado por el que aparece en el texto, por los números 19 y 20, respectivamente, del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

o bien, cuando las características generales afecten negativamente la protección que representa la solvencia del emisor; en caso contrario se clasificarán en nivel 0. (23).

Artículo 107.– Las características de las acciones se clasificarán en nivel 1, 0 ó –1, según el siguiente criterio:

a) Nivel 1: Cuando las características especiales estén en nivel 1 y las características generales estén en nivel 0.

b) Nivel 0: Cuando las características especiales y generales estén en nivel 0.

c) Nivel –1: Cuando no se esté en nivel 1 ó 0.

3. Margen de Protección (22)

Artículo 108.– El margen de protección de una acción será una combinación de su clasificación de solvencia y de las características propias del instrumento.

El margen de protección se aprobará toda vez que las características se hayan clasificado en nivel 1 y la solvencia haya sido clasificada en Categoría A, B, C o D de riesgo, o cuando la solvencia del emisor se haya clasificado en Categoría A, B o C de riesgo y las características en nivel 0.

El margen de protección se desaprobará cuando no se cumpla con lo dispuesto en el inciso anterior. (23).

4. Liquidez en el Mercado (22)

Artículo 109. La liquidez de una acción en el mercado se determinará en forma análoga a la dispuesta en el artículo 43. En el caso que la acción no disponga de un mercado líquido, ésta sólo podrá ser aprobada si en el respectivo acuerdo se establece la obligación para la sociedad emisora de celebrar un compromiso de desconcentración de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 123 y siguientes del Decreto Ley Nº 3.500, de 1980. (24).

5. Retiro de Solicitud de Aprobación (22)

Artículo 110.– Los emisores que hubieren presentado acciones para ser aprobadas por primera vez, sin que éstas lo hubieren sido, podrán retirar su presentación, la que no será publicada por la Comisión. (24).

DISPOSICIONES TRANSITORIAS

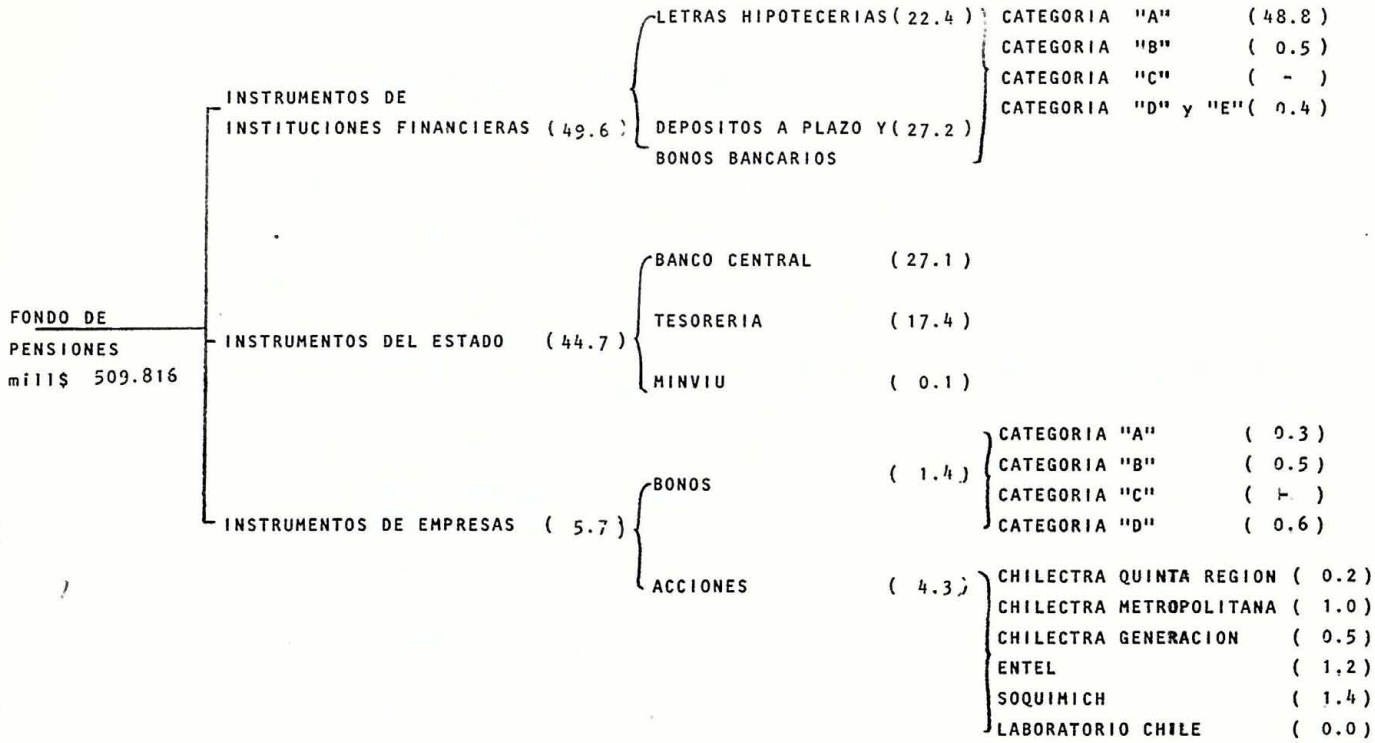
Artículo transitorio.– No obstante lo dispuesto en los artículos 4 y 5 de este Reglamento, los títulos de depósitos a plazo y otros instrumentos representativos de captaciones emitidos por instituciones financieras que a la fecha de publicación de este Decreto Supremo tengan un seguro estatal que cubra la totalidad de su valor, mantendrán su clasificación en Categoría A de riesgo, siempre y cuando su vencimiento sea anterior al 1º de enero de 1987. (25).

---

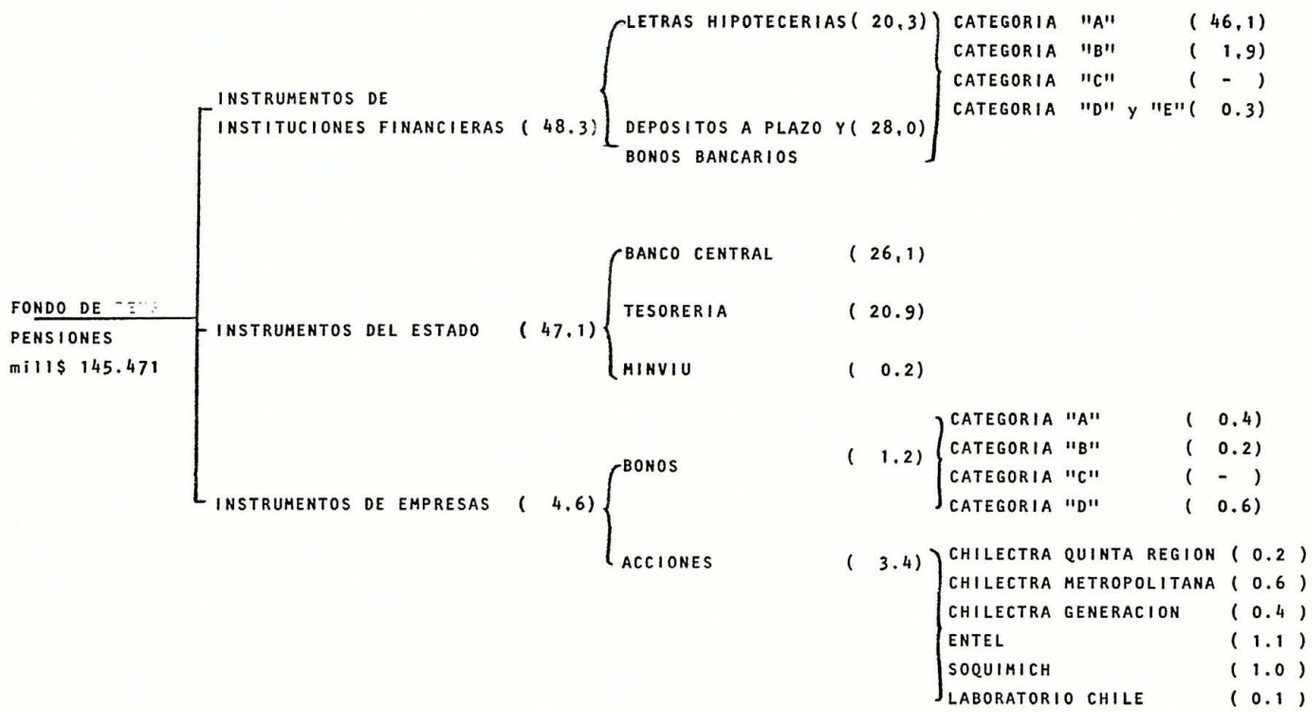
24 Este artículo fue agregado por el número 20 del Artículo 1º del D.S. Nº 74 del 27.02.87.

25 Este artículo fue agregado por el Nº 4 del Artículo 1º del D.S. Nº 54, del 13.11.86.

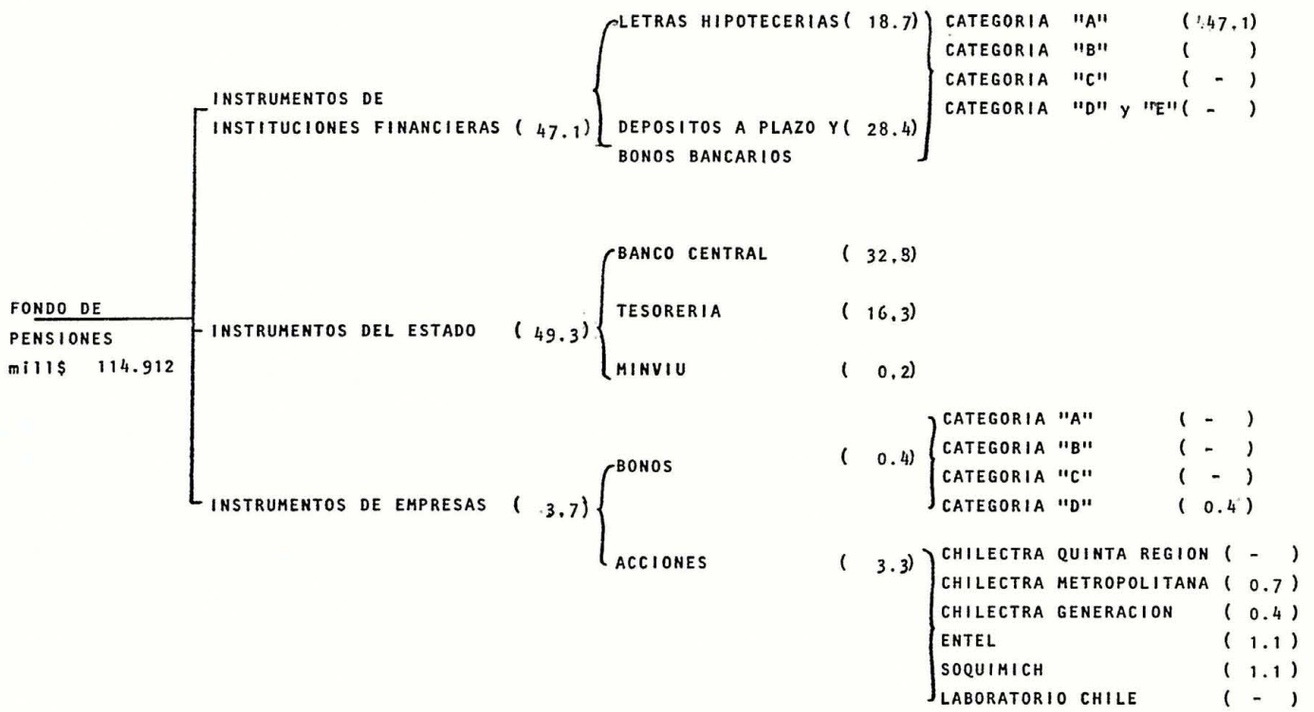
DIVERSIFICACION DEL FONDO DE PENSIONES AL 29 DE MAYO 1987
(% DEL FONDO DE PENSIONES)



DIVERSIFICACION DEL FONDO DE PENSIONES DE AFP PROVIDA AL 29 DE MAYO 1987
(% DEL FONDO DE PENSIONES)



DIVERSIFICACION DEL FONDO DE PENSIONES DE AFP SANTA MARIA AL 29 DE MAYO 1987
(% DEL FONDO DE PENSIONES)



Don Pedro

En Granadilla lo va a recibir el Dr. Rodrigo Manubens, padre del egresado de la Escuela Rodrigo Manubens Moltedo (1982), actual profesor hora de la Escuela, Gerente General de la Asociación Gremial de Administradoras de Fondos de Pensiones. Además, el año 1984 ganó la primera beca instituida por la Cia. Chilena de Tabacos para efectuar estudios de postgrado en The London School of Economics and Political Science. A ella podían postular abogados e ingenieros comerciales de las Universidades de Chile, Católica de Chile, Católica de Valparaíso y Federico Santa María. Fue un alumno brillante durante su permanencia en la Escuela. (Como dato aparte, le informo que la actual señora del Dr. Manubens no es la mamá de Rodrigo hijo; el doctor se separó de la primera señora).

Le acompaño fotocopia de la cotización por el libro sobre la Guerra del Pacífico.

Sobre este mismo libro, don Andrés Huneeus dice que la traducción, según las tarifas de la Escuela, saldría por $ 200.000.-

---

El Comité de la revista Negocios consulta si Ud. va a mandar el artículo sobre las AFP que había ofrecido, de 5 páginas, porque extraoficialmente Pedro Arriagada supo que talvez lo enviaría al diario El Mercurio.

Atte.

L. y Barros S.

P.S. Le indico el nuevo directorio de Granadilla:

Presidente	Rodrigo Manubens S. — 663495
Vicepresidente	Guillermo Castro Salas
Secretario	Jaime Figueroa Kahn
Tesorero M	Miguel Martínez C.
Directores	Denis Marcone M.
	Gerardo Gandolini M.
	Patricio Tortello E.
	Felipe Santibáñez B. — 975642
	Roddfo Turenne

10/XII/87

Sr Pedro Ibáñez O.

Pierre Lehmann Chaufour

cordialmente

AFP

Dividendo mensual para prestamo de $1.000.000.-

NOV 87.

Tasa interés	12 años	15 años	20 años
8% (1)	$ 10.825	$ 9.557	$ 8.364
9% (2)	11.380	10.143	8.997
10% (3)	11.951	10.746	9.650
5½% (4)	9.502	8.171	6879
4 % (5)	8.755	7.397	6060

(1) Interes actual subsidiado: 5% más 3% comisión. (El subsidio tiene un límite máximo de 130 UF)
Es un subsidio que da Servíu al sistema SAF o sea sistema de Ahorro y Financiamiento)

(2) Interes actual 6% más 3% comisión. (Valido para Bancos BICE y ESTADO.)

(3) Interes actual 6% mas 3% comisión más perdida en venta de letras hipot. (válido para resto de los Bancos)

(4) Suponiendo 4% interés más 1½% de comisión = 5½%

(5) Suponiendo 3% interés mas 1% de comisión = 4%

PUNTOS DE REFERENCIA
CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS

Número 14
Diciembre 1987

NECESIDADES DE INVERSION PARA LOS FONDOS DE PENSIONES

- Los Fondos de Pensiones han crecido aceleradamente, alcanzando el año 1986 una cifra del orden de los US$ 2.378 millones, un 12,5% del PGB. Entre 1987 y el año 2.000 habrá que colocar, sólo en fondos previsionales, un volumen anual promedio de US$ 430 millones.

- A futuro se espera una importante demanda por instrumentos financieros de parte de las AFP. La normativa actual e importantes restricciones de oferta se traducen en un espacio de posibilidades de inversión reducido, de forma tal que en 5 años se espera el momento de agotamiento de los límites a la inversión.

- La autoridad y el sector privado deben destinar importantes esfuerzos para asegurar el suministro de papeles elegibles por al menos otros 30 años, momento en el que se espera que los fondos estabilicen su crecimiento. De esta forma urge aumentar las posibilidades de inversión de los Fondos de Pensiones. Para lograrlo se pueden "securitizar" los activos reales de la economía, aumentar el porcentaje accionario de cada empresa y de cada emisión de bonos que puede ser adquirido por una AFP, elevar el número de empresas admisibles como emisores de títulos e introducir nuevos instrumentos en el mercado de capitales.

- La expansión de las posibilidades de inversión tiene costos asociados a la menor liquidez, dificultad de valoración y control de los nuevos instrumentos financieros, pero de otra manera será difícil velar por tasas de retorno de los recursos de los afiliados que permitan pensiones satisfactorias.

PUNTOS DE REFERENCIA es editado por el Centro de Estudios Públicos. Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP. Esta institución es una fundación de Derecho Privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es el análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a una sociedad libre.

1 Desde la creación de las Administradoras de Fondos de Pensiones, los Fondos de Pensiones han crecido aceleradamente, alcanzando el año 1986 una cifra del orden de los US$ 2.378 millones, un 12,5% del PGB.

2 Para el año 2.000 se proyectan cifras en torno al 43% del PGB. Si se agregan los fondos que se espera acumulen las Compañías de Seguros de Vida y las propias AFP para sus pensionados, los Fondos llegarán finalmente a superar al PGB.

3 Entre 1987 y el año 2.000 habrá que colocar sólo en fondos previsionales un volumen anual promedio del orden de US$ 430 millones, es decir, 2,9% del PGB. Sumando la demanda anual por instrumentos financieros de las Compañías de Seguros (1,5% del PGB) y del resto de la economía (1,8% del PGB), se llega a magnitudes del orden del 6,1% del PGB.

4 De esta forma, el desafío del mercado de capitales consiste en generar activos financieros por montos cercanos al 5% del PGB anual, de modo que el ajuste no venga principalmente por alzas en los precios de los instrumentos financieros existentes, lesionando las futuras pensiones, sino por cantidad. Adicionalmente se tienen que reducir o eliminar las segmentaciones que puedan existir en el mercado de capitales evitando así que la demanda se concentre en un pequeño segmento del mercado generando un alza desmedida en los precios de unos pocos activos.

5 En este contexto, de importante demanda por instrumentos financieros de parte de las AFP, conviene examinar los límites que para emisores e instrumentos incorpora la normativa actual.

Esta normativa es la siguiente:

Límites de Inversión por Instrumentos		Límites de Inversión por Emisor
Instrumentos Estatales	50	Instituciones del Estado 50%
Letras Hipotecarias	80%	Instituciones Financieras
Depósitos y Títulos Garantizados por Inst. Financ. Largo Plazo	40%	El Menor entre: - 15% Fondo AFP - 3 x Patrimonio x Fondo AFP/ Fondo Total
Depósitos y Títulos Garantizados por Inst. Financ. Corto Plazo	30%	- Límite de Riesgo
Bonos de Empresas Públicas y Privadas	40%	Bonos de Empresas El Menor entre: - 20% Emisión - 5% Fondo AFP - Límite de Riesgo
Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas	30%	Acciones de Empresas El menor entre: - 5% Fondo AFP - 5% Emisión - Límite de concentración accionaria
Cuotas Otros Fondos	20%	Fondos de Pensiones 5%

Excluidas las Acciones de Instituciones Financieras hasta julio 1988.

6 Dados los límites expuestos, cada peso adicional que entra al sistema genera un mayor espacio posible de inversión de dos pesos.[1] Los fondos adicionales que deben colocar las AFP cada año equivalen a $ 104.000 millones.

7 Sin embargo, existen restricciones de oferta que hacen que el verdadero margen de inversión sea limitado. En efecto, los bonos han estabilizado su

1 Para un mayor detalle ver Pérez Francisco, "Necesidades de Inversión para los Fondos de Pensiones", Documento de Trabajo N° 92, CEP.

stock total y no aportan mayor oferta para las AFP de modo que si no se liberan los límites de emisores para la inversión de acciones y/o no se expande fuertemente la oferta de bonos considerados adecuados para las AFP, los fondos deberán desviarse hacia depósitos a plazo, letras hipotecarias e instrumentos estatales.

8 La cartera de las AFP, en millones de pesos, a diciembre de 1986, la oferta disponible de instrumentos en el mercado de capitales y la participación de las AFP en esos instrumentos se presentan a continuación:

	Cartera	% Cartera	Oferta Disponible	Participación AFP (%)
Depósitos Sist. Financiero	99.000	22,9	724.000	14,0
Instrumentos Estado	202.000	46,6	507.000	40,0
Letras Hipotecarias	111.000	25,6	251.000	44,0
Bonos	5.000	1,2	33.000	15,0
Acciones	16.000	3,7	852.000	2,0
Total	433.000	100,0	2.347.000	18,4

9 En este marco conviene señalar que si las AFP mantienen su participación en el stock de letras hipotecarias (44%) y este stock crece en un 3% al año (tasa de los últimos años) las AFP podrán colocar $ 3.300 millones al año en letras. Los restantes $ 100.700 millones deberán ir a depósitos bancarios e instrumentos del Estado. Estos últimos han crecido en el período 1984-1986 a una tasa de 15% anual. De mantenerse la participación que las AFP han tenido en dicho mercado (40%) podrán colocar otros $ 30.000 millones anuales. El saldo, $ 70.000 millones anuales, deberá ser absorbido por el sistema bancario, lo que equivale al 100% del aumento promedio de los depósitos totales en los años 1985 y 1986. Sin embargo, a este ritmo de adquisición de depósitos bancarios en dos años se habrán copado los límites para estos instrumentos.

10 De este modo, las AFP deberán salir a buscar mayor holgura, aumentando su participación en el mercado de oferta pública, cosa que efectivamente han hecho. En un contexto optimista, en el cual las AFP lograran adquirir un 80% de la oferta de instrumentos estatales marginales y dados los límites fijados por la norma, el momento de agotamiento de los límites de los depósitos bancarios e instrumentos estatales sería en sólo 5 años. Debido al horizonte de planificación que tienen los fondos de pensiones y al tamaño que éstos alcanzan, cinco años resultan un tiempo demasiado corto.

11 La autoridad y el sector privado (Banca de Inversiones principalmente) deben destinar importantes esfuerzos para asegurar el suministro de títulos elegibles para, al menos, otros 30 años, momento en el cual se espera que los fondos estabilicen su crecimiento. Por ahora, la necesidad de colocar el grueso de los fondos adicionales en el Estado y la banca, hace excesivamente concentrada la composición del portfolio previsional. Es así como se requiere la expansión de otras formas de inversión para evitar tener que concentrar los fondos en sólo dos sectores.

12 Para aumentar las posibilidades de inversión se puede optar por:

- "Securitizar"[2] los activos reales de la economía, lo que significa emitir instrumentos financieros de oferta pública con el respaldo de activos reales o de instrumentos financieros individualmente no elegibles.

- Aumentar el porcentaje accionario de cada empresa y de cada emisión de bonos que puede ser adquirido por una AFP.

- Elevar el número de empresas admisibles como emisoras de títulos, fijando límites para adquisición de bonos y acciones de empresas de mayor riesgo, exigiendo a cambio una adecuada y completa diversificación dentro de cada categoría de inversiones relativamente más riesgosas.

---

2 Término traducido literalmente del Inglés que significa emitir instrumentos financieros de oferta pública con el respaldo de activos reales o de instrumentos financieros individualmente no elegibles.

- Aumentar los límites de inversión en depósitos bancarios de modo que si se opta por límites más severos, impidiendo que las AFP participen en el financiamiento directo de proyectos y empresas, los Fondos puedan llegar a las empresas a través de los bancos.

- Permitir inversiones de los Fondos en empresas cuyo accionista mayoritario posea más del 50% de la empresa. Ello no presentaría mayores dificultades, ya que la ley de Sociedades Anónimas debiera ser suficiente para garantizar los intereses de los accionistas minoritarios.

- Introducir nuevos instrumentos en el mercado de capitales. La responsabilidad en esta materia le cabe al sector privado, aunque la autoridad debe ir ajustando la normativa para que la generación de nuevos instrumentos se encuentre con una demanda en el mercado. Entre los nuevos instrumentos se pueden mencionar los siguientes: bonos emitidos contra garantías reales, bonos con warrants, acciones preferentes, etc.

13 Indudablemente, la expansión de las posibilidades de inversión tiene costos; instrumentos financieros más complejos y activos reales no ofrecen las mismas ventajas de liquidez, de fácil valoración y control que los bonos emitidos por el Estado o instrumentos bancarios. Ello hará más difícil velar por la "transparencia", lo que representa un mayor desafío para los organismos contralores. Sin embargo, si no se expanden las posibilidades de inversión no habrán instrumentos suficientes para invertir los recursos de los afiliados a tasas de retorno que permitan pensiones adecuadas.

Francisco Pérez Mackenna*

Esta publicación cuenta con la colaboración de la Fundación Hanns-Seidel de la República Federal de Alemania.

* Ingeniero Comercial, Universidad Católica; M.B.A. Graduate School of Business, Universidad de Chicago, profesor de la Escuela de Administración y Finanzas de la Universidad Católica; Gerente de Administración y Finanzas AFP Provida.

Mayo 88.

FINANCIAMIENTO DE VIVIENDAS CON FONDOS DE PENSION.

En consideración a las razones que se exponen a continuación, se recomienda la creación de un mecanismo de devolución de un porcentaje (hasta un 30% por ej.) del fondo personal de cada imponente para la compra de su vivienda, sin obligación de reposición ni del pago de intereses.

A. Este mecanismo ofrece las ventajas siguientes:

1. Es altamente rentable para el imponente. El valor de hacer uso de este mecanismo puede ser igual o mayor al valor de la vivienda que éste adquiera; es decir, el patrimonio del imponente al momento de su jubilación puede ser mayor en el valor de una vivienda si tiene la posibilidad de hacer uso de este mecanismo. Estos resultados aparecen analizados en el punto C.

2. Se diversifica el portafolio del imponente; gran parte de su fondo estará invertido en su libreta previsional, y una parte en un bien raíz, que ofrece una rentabilidad alternativa alta y bajo riesgo, ya que esta parte de su inversión queda resguardada de un posible uso del fondo con fines políticos, y se establecería una prohibición de enajenación, a menos que se restituya al fondo lo retirado, o se traspase a otra vivienda.

3. Disminuye el problema de escasez de instrumentos de inversión, ya que se disminuye el tamaño del fondo total y aumentaría la demanda por créditos hipotecarios y por lo tanto la oferta de instrumentos.

4. Mejora la rentabilidad promedio del fondo, ya que los fondos destinados a este propósito serían obviamente aquellos de rentabilidad marginal más baja.

5. Identifica fuertemente al imponente con su AFP y con el sistema previsional actual, ya que éste recibe un beneficio de importancia ahora, no en 20 años más; el sistema se hace más atractivo, digamos incluso más solidario, y por lo tanto más defendible y viable, y habrá mayor motivación para estar al día con los pagos previsionales.

6. Hace propietarios más rápidamente con el consiguiente mayor bienestar, tranquilidad social y seguridad sicológica de la casa propia.

7. Se aumenta el empleo en el sector construcción y su ciclo se hace más estable.

8. Fomenta el ahorro personal, al adquirir el imponente la obligación del pago del dividendo.

B. Contra-argumentación.

1. Este mecanismo será objetado en primer lugar argumentando que desvirtúa el objetivo mismo del sistema previsional, es decir, el de asegurar una pensión adecuada. Por el contrario, al considerar los puntos anteriormente señalados, en especial los puntos 1 y 2 y a la luz del análisis económico que sigue, este mecanismo claramente mejora las condiciones de jubilación de los imponentes que hagan uso de él.

2. Se argumentará que este sería un primer "zarpazo" que se le daría a los fondos, quedando vulnerables para otros usos no afines a su objetivo.

   Esto ciertamente no es el caso, ya que la compra de una vivienda es una inversión, que en este caso es altamente rentable y segura, y difiere de otros gastos corrientes, que por importantes que sean (salud), difieren del uso a que están destinados.

3. Se argumentará que esta medida sólo beneficiaría a los grupos de mayores ingresos, ya que muchos en los grupos de menores ingresos escasamente alcanzarán el monto mínimo de jubilación.

   En primer lugar los pocos beneficiados son cerca de 400.000 imponentes hoy día, en su mayoría grupos de ingresos medios.

   Además, es impropio hablar de beneficio, ya que esto es algo que pertenece al imponente.

   En tercer lugar, a aquellos que hayan hecho uso de este mecanismo y no tengan el monto mínimo para su jubilación se les debiera imputar a su jubilación un monto adicional por el hecho de tener casa propia, ya que el arriendo de una casa es incluso mayor a la jubilación mínima. Y por último como veremos en la evaluación económica, este mecanismo aumenta considerablemente el patrimonio del imponente.

4. Se objetará que es probable que al momento de la jubilación del imponente, la vivienda estará deteriorada al punto de carecer de un valor económico. En ciertos casos aislados esto puede ser real, pero en la gran mayoría de los casos la vida útil de una vivienda es de 50 años o más con un mínimo de mantención y cuidado.

C. Evaluación Económica.

Dos impedimentos de importancia para la adquisición de una vivienda son la necesidad del ahorro previo y el costo financiero.

1. Ahorro Previo.

Debido a ingresos limitados, compromisos contraídos con el sistema comercial financiero (Ripley, Corona, etc.), y la necesidad de pagar un arriendo, para muchos es prácticamente imposible ahorrar para cumplir con el requisito del ahorro previo en la adquisición de su vivienda.

Con el mecanismo propuesto, esta dificultad sencillamente desaparece.

2. Costo Financiero.

En un crédito a 20 años al 8%, el pago total de intereses corresponde a más de un 100% del valor del crédito. Al 4%, es de menos de un 50%. Es decir gran parte del costo financiero, es el costo de intermediación.

Si bien gran parte de los fondos está siendo usados en créditos hipotecarios, estos fondos están sujetos a una doble intermediación. Es decir, los imponentes son obligados a entregar sus fondos de pensión al sistema previsional, el que cobra una comisión (dos en realidad); luego las AFP colocan estos fondos a través del sistema financiero, el que luego de cobrar un spread y gastos, los prestan a los mismos imponentes. El costo de esta doble intermediación es de un 5% aproximadamente, lo que encarece considerablemente el costo de una vivienda y afecta negativamente el patrimonio del imponente.

En los cálculos que siguen, se considera una rentabilidad requerida del fondo de un 4% y un costo de intermediación de un 5% por parte de los sistemas previsionales y financiero, y se considera tres posibles escenarios para la adquisición de una vivienda:

i. El imponente ahorra 1 UF mensual durante 38 meses (al 4%) hasta completar 40 UF de ahorro previo. Luego éste compra una casa con un subsidio de 160 UF y un préstamo adicional de 200 UF a 20 años al 8%. Entre el mes 0 y el mes 48 se supone que el imponente arrienda una vivienda con un costo de 2 UF por mes.

ii. El imponente consigue un préstamo de 40 UF al 9% anual a 5 años para enterar su ahorro previo y adquiere una vivienda en las mismas condiciones que en el punto i.

iii. El imponente retira 40 UF de su fondo personal y adquiere una vivienda en las mismas condiciones señaladas en i e ii.

Se considera que el costo alternativo del dinero para el imponente es de un 12%. Esta tasa puede ser incluso baja dada la preferencia por dinero de los imponentes y sus compromisos con el sistema financiero comercial cuyas tasas son superiores al 20% real anual.

Alt. i:

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 21	Año 22	Año 23	Año 24	
Arriendo	24	24	24	24						
Ahorro	12	12	12	2						
Devolución 40 UF con 4% interés									102,53	
Flujo	(36)	(36)	(36)	(26)					102,53	VF a 12% = (UF 1.460)

Alt. ii:

PMT préstamo 40 UF	10,28	10.28	10.28	10.28	10.28					
Devolución 40 UF con 4% interés									102.53	
Flujo	(10.28)	(10.28)	(10.28)	(10.28)	(10.28)				102.53	(UF 459.95)

Alt. iii:

Flujo	0	0	0	0	0				0	VF = 0

OBSERVACIONES:

1. Estos valores significan que al ejercer la opción propuesta, el patrimonio del imponente al cabo de 24 años es 1.460 UF mayor, o obtuvo un bienestar económico mayor en 1.460 UF, que si opta por ahorrar durante 38 meses para enterar su ahorro previo y arrienda durante este período, para luego adquirir su vivienda; o es 460 UF mayor que si para enterar el ahorro previo pide un préstamo de 40 UF al 9% a cinco años.

2. Si no se considera el costo del arriendo, para la alternativa 1, el valor del flujo baja a (UF 354), aún casi el total del valor de la vivienda.

3. En caso de financiar un porcentaje mayor de la vivienda, la situación patrimonial del imponente mejora proporcionalmente.

D. Resumen y Conclusiones.

Se propone facultar a los imponentes de los fondos de pensión el retirar un porcentaje de su fondo acumulado sin intereses y sin obligación de restitución para financiar parte del costo en la adquisición de su vivienda.

Este mecanismo es altamente beneficioso para el imponente, ya que estos fondos quedan libres de la doble intermediación a la que están sometidos en la actualidad, reduciendo así el costo final de la vivienda y mejorando considerablemente su patrimonio en el largo plazo. Además el imponente diversifica su portafolio y se le facilita enterar su ahorro previo. Este mecanismo es beneficioso para el sistema previsional actual ya que identifica mejor al imponente con su AFP y con el sistema y disminuye el problema de la escasez de instrumentos de inversión.

No se prevé objeción alguna que indique que este mecanismo sea inconveniente para el imponente, el sistema previsional y el objetivo mismo del sistema.

El mecanismo propuesto es altamente beneficioso y solidario para los imponentes, dando mayor beneficio y seguridad en su jubilación. El no implementar este mecanismo lo consideramos injusto y expropiatorio.

Gonzalo: Pag. 1 y 8

SEMINARIO A.F.P. HABITAT

E. Matthei

Muy buenos días, en primer lugar quiero agradecer a A.F.P. Habitat el habernos convidado hoy día, y a todos Uds. por estar presentes y permitirme exponer nuestras ideas sobre el Nuevo Sistema de Pensiones.

Durante mi exposición revisaré las diversas críticas que se le han hecho al Nuevo Sistema de Pensiones, para analizar cuáles de ellas son válidas y requieren ajustes del sistema, y cuáles de ellas son más bien mitos que realidades.

En la segunda parte de mi exposición me referiré a cuáles son los cambios que nosotros pensamos debieran introducírsele al Nuevo Sistema de Pensiones.

1.- Una de las críticas que con mayor frecuencia se le hace al actual sistema de pensiones, y a mi juicio la que resultaría más grave de todas si fuese cierta, es la de ser poco solidario. Probablemente esto tiene su origen en que el antiguo sistema se denominaba "de reparto", y la palabra "reparto" es percibida como un acto de solidaridad. El nuevo sistema, en cambio, se basa sobre la "capitalización individual", concepto que causa impresión de egoísmo, de falta de solidaridad.

Para poder analizar esta crítica, es importante que nos pongamos de acuerdo sobre cuáles son los objetivos de un sistema de pensiones.

Los sistemas de pensiones son programas que buscan ayudar a un trabajador y/o a su familia, si el trabajador, por causas de vejez, invalidez o muerte, pierde su capacidad de trabajo y por lo tanto pierde su remuneración.

En la mayoría de los países del mundo, el monto de las pensiones está estrechamente relacionado con el monto de la remuneración que el trabajador dejó de percibir, puesto que se reconoce que las familias tienen gastos comprometidos, como arriendos, deudas, educación de los hijos, etc, que están relacionados con su nivel de ingresos.

En Chile, las pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia, tanto en el antiguo como en el nuevo sistema, se calculan básicamente sobre la base del monto de las remuneraciones que el trabajador percibió, y por lo tanto, no buscan redistribuir ingresos desde los más pudientes hacia los más pobres. Su objetivo es simplemente ofrecer a la familia un ingreso lo más parecido posible a la remuneración que percibía, para evitarle un quiebre doloroso en su sistema de vida.

Es importante consignar que ni en el antiguo ni en el actual sistema de pensiones se pueden observar elementos que tiendan a premiar el monto de las pensiones de los trabajadores de más bajos ingresos. Es decir, la fórmula de cálculo de la pensión no contempla un aumento de las pensiones de los sectores de más bajos ingresos a cambio de un castigo de las pensiones de los sectores de altos ingresos.

La palabra "reparto" proviene del hecho que las cotizaciones de todos los trabajadores activos constituían un fondo común, con el cual se pagaban las pensiones del sector pasivo. Sin embargo, es de todos conocido que no había reparto de fondos desde los más pudientes hacia los más necesitados. De hecho, los dineros previsionales de los más pudientes generalmente no se mezclaban con los de los sectores más necesitados, puesto que en general cotizaban en distintas cajas y tenían planes, requisitos y fórmulas de cálculo totalmente distintos. Es, incluso una ironía, que el antiguo sistema, percibido por algunos como solidario, produjo en la práctica una redistribución en contra de los más pobres. La palabra "reparto" se refiere, por lo tanto, más a un sistema de financiamiento que a una característica de solidaridad.

En 1968, el presidente Eduardo Frei y su Ministro de Hacienda, Andrés Zaldívar, enviaron al Congreso Nacional un Proyecto de Ley que contenía diversas proposiciones de reformas al sistema de seguridad social, que no fueron aprobadas. Sin embargo, creo de extraordinario interés leer en este momento algunos pasajes del mensaje de dicho proyecto:

"Mucho se ha dicho acerca del problema previsional de Chile. Se está de acuerdo unánimemente que él es malo. Voces de los más distintos y antagónicos credos políticos así lo han proclamado. " Y más adelante señala:

"No se trata propiamente de un sistema de Seguridad Social. Todo es asistemático en nuestro régimen previsional. El ha sido el producto de innumerables cuerpos legislativos, que ya exceden el número de 600, dictados todos ellos con muy buenos propósitos, por cierto, pero sin ninguna visión de conjunto. Tales cuerpos legales han dado origen a aproximadamente 30 sistemas diferentes de pensiones de antiguedad, más de 30 regímenes diferentes de pensiones de invalidez y 31 sistemas de pensiones de vejez, todos distintos entre sí, y en todos cabe observar toda clase de discriminaciones, privilegios e injusticias irritantes.

Hay regímenes en donde basta 10 años de imposiciones para poder tener derecho a previsión, los que han originado jubilados con menos de 30 años de edad. Es inaceptable que un joven de 29 años de edad tenga la calidad de jubilado. Existen dentro del sector público, pensiones cuyos montos exceden los 10.000 escudos mensuales. Es inaudito que un país de recursos limitados como Chile, que se debate haciendo ingentes esfuerzos por salir del subdesarrollo y elevar las condiciones de vida de las clases más necesitadas, pague, por otro lado, pensiones de tales montos, los cuales exceden, en más de

dos veces, los montos máximos de las pensiones que se pagan en Francia y en Alemania Federal, países ricos y desarrollados."

Del mensaje enviado al Congreso por el entonces Presidente Frei se pueden sacar tres conclusiones:

- Había consenso en cuanto a que el sistema era malo

- El sistema era discriminatorio e injusto

- Hubo sectores con privilegios iritantes.

Cuando se hace al nuevo sistema la crítica de ser poco solidario, a mi juicio se olvidan dos cosas:

- El antiguo sistema no sólo no era solidario, sino que era regresivo: hacía más ricos a los ricos y más pobres a los pobres

- El actual sistema es uniforme: no existen normas especiales para ningún sector, y en ese sentido es equitativo.

La primera crítica debe, pues rechazarse rotundamente. El acusar al actual sistema de ser poco solidario es una muestra o de ignorancia, o de mala fé.

2.- La segunda crítica que se le hace al actual sistema, es que si bien el antiguo sistema habría sido malo, lo que se necesitaba era reformarlo, no sustituírlo.

En este punto quisiera detenerme a analizar cuál es la diferencia fundamental entre un sistema de reparto y uno de capitalización individual.

En un sistema de reparto, existe un gran fondo común de dinero, que se alimenta con las cotizaciones de los trabajadores activos, y el cual se usa para pagar las pensiones del sector pasivo. En un sistema de capitalización individual, en cambio, las pensiones de vejez de cada persona se pagan con sus propios ahorros, más lo que aporta el Fisco en caso que la pensión resultante sea menor a la mínima.

Cuando se dice que era posible reformar el antiguo sistema, y transformar un sistema de reparto injusto y discriminatorio en uno justo y equitativo, se desconoce el hecho que el antiguo sistema fue hecho por personas que genuínamente deseaban hacer el bien. ¿Porqué un sistema diseñado por gente honrada y con buenas intenciones degeneró a lo que llegó a ser el antiguo sistema? Lo que pasa, es que cuando hay un gran fondo de dinero que es de todos y al mismo tiempo no es de nadie, existe una tremenda tentación para ceder a grupos de presión, que a veces con motivos atendibles y otras veces

por el poder de la fuerza, desean obtener privilegios que no se pueden dar a todos los participantes.

El gran problema en un sistema de reparto, es que no existe una relación directa entre esfuerzo y beneficios, no hay ninguna cuenta en que se anote lo que cada uno ha ido aportando a través de su vida, para luego calcular a cuánto tiene derecho una vez que se jubile. Esto fue lo que dió origen a que el cálculo de las pensiones no obedeciera a un criterio de justicia, sino a la capacidad de presión que podía ejercer cada grupo.

Las personas que creen que el antiguo sistema se podía reformar y corregir, están ignorando 50 años de historia, 50 años en que un sistema bien inspirado, pionero en América, fue degenerando hasta convertirse en una verguenza.

Sin embargo, hay muy pocas personas que saben que el actual sistema, basado en la capitalización individual, es en realidad un sistema mixto: es un sistema en que existe, obviamente, la capitalización individual, pero en que también existe el reparto.

El reparto existe en las pensiones de invalidez y en las de sobrevivencia, y sus resultados han sido beneficiosos.

Dado que la muerte o la invalidez de un trabajador en edad activa implica el pago de cotizaciones durante un lapso más corto que en el caso de una pensión por vejez, y el pago de pensiones durante un período más largo, el monto del ahorro no alcanzaría para pagar pensiones por un monto suficientemente alto como para efectivamente reemplazar la remuneración que percibía antes de la invalidez o del fallecimiento. En este caso, el ahorro es complementado por una Compañía de Seguros, que a su vez recibe un aporte de todos los afiliados, para poder formar un fondo que permita pagar buenas pensiones. Esto es lisa y llanamente reparto. Porqué funciona bien? Porque nadie sabe de antemando quién va a fallecer o a quedar inválido en edad activa, por lo que nadie puede abusar de este sistema, tratando de obtener más de lo que le corresponde.

En resumen:

- A mi juicio, una mera corrección del antiguo sistema hubiera dejado el gérmen para que a futuro volviera a degenerar. La existencia de un fondo de dinero que pertenece a todos y al mismo tiempo a nadie, es una fuente de conflictos y una tentación permanente para los grupos de poder.

- El reparto está incluído en el nuevo sistema de pensiones, y en este sentido se tomó lo que era rescatable del antiguo sistema. El reemplazo total sólo se dió en el sistema de pensiones de vejez, donde los resultados eran peores.

3.- Se dice que el nuevo sistema tiene una cobertura insuficiente. Esto es verdadero. El número de cotizantes en el sistema de A.F.P. asciende actualmente a aproximadamente 2.200.000 trabajadores. En el antiguo sistema cotizan adicionalmente otros 500.000. Esto lleva a una cifra actual de cotizantes de 2.700.000. Sin embargo, el número de ocupados es de aproximadamente 4.250.000 personas. Existen, por lo tanto, aproximadamente un millón y medio de trabajadores que no están cotizando.

Pero, cuando se le hace esta crítica al nuevo sistema, yo me pregunto ¿qué característica propia del sistema podría estar causando esta cobertura insuficiente? ¿No se deberá esto más bien al prolongado período de desempleo que ha existido en Chile? O a una falta de énfasis en la fiscalización? O a un aumento en el número de trabajadores independientes, para los cuales no es una obligación cotizar?

El nuevo sistema no posee ninguna característica que lo podría llevar a provocar una menor cobertura que el antiguo sistema. Al contrario,

- las tasas de cotización son menores

- el nuevo sistema permite la afiliación de todos los trabajadores independientes, y no sólo de algunos como el antiguo sistema

- el trabajador recibe varias veces al año una cartola en su domicilio, que le permite comprobar si el empleador ha pagado o no las cotizaciones, por lo que, si existe la voluntad de parte del trabajador, el control del pago de las cotizaciones es muy fácil.

Mi impresión, es que el hecho que el número de cotizantes sea significativamente menor al número de trabajadores ocupados, se debe a otras causas, que habrá que investigar. Por ejemplo, podría deberse al hecho que cotizar significa perder subsidios únicos fiscales, o subsidios de cesantía, e incluso asignaciones familiares en caso que sea la cónyuge o un hijo de un trabajador el que cotiza.

Las personas que hacen esta crítica tienen razón, en el sentido que es un problema del que hay que preocuparse. Pero señalarlo como un <u>defecto</u> del <u>nuevo</u> sistema de pensiones es totalmente ilógico. Es como echarle la culpa al sofá de Don Otto.

4.- Otra crítica frecuente al actual sistema de pensiones, es que sería demasiado caro. Los altos costos provendrían de dos circunstancias:

- tener dos sistemas funcionando en paralelo (el antiguo de reparto y el sistema de A.F.P.)

- los gastos de comercialización.

Antes de empezar a contestar estas críticas, permítanme leer un breve pasaje del mencionado mensaje al Congreso del entonces Presidente Frei :

"El esfuerzo que hace Chile, pues, para atender al sostenimiento de nuestro régimen previsional debe ser considerado como bastante satisfactorio. Sin embargo, tal ingente esfuerzo no dice relación con los resultados que se obtienen, el cual se malogra, en parte importante, por las siguientes principales causas". A continuación se mencionan seis razones, la primera de las cuales es: "los elevados gastos de administración a que se debe proveer." Esta crítica que se le hace al nuevo sistema, pues, era compartida por el antiguo sistema.

Pero, vamos a las críticas:

- Por un lado, el tener dos sistemas funcionando en paralelo se ha ido solucionando, puesto que se han fusionado la multiplicidad de Cajas que existían, en una sola.

- Por otro lado, preocuparse de los gastos de comercialización, significa, en el fondo, no creer en una economía social de mercado. En China, el permitir el cultivo privado en los campos, permitió duplicar la producción agrícola en 5 años. En la Unión Soviética, se están dando pasos para permitir la producción privada de algunos bienes, reconociéndose la mayor eficiencia que se alcanza de esa forma. La mayor eficiencia que se logra con un sistema competitivo de empresas privadas, que con un sistema de empresas únicas estatales, es algo que ya no se cuestiona en el mundo.

En una Economía Social de Mercado, sólo tienen sentido las empresas únicas, no competitivas, cuando se da una situación de monopolio natural, que ciertamente no es el caso de las A.F.P. Sin embargo, si se desean empresas eficientes que compitan, se debe aceptar que existirán gastos de comercialización. Pedir empresa privada sin gastos de comercialización es como pedirle a una mujer que se embarace sólo un poquito. Por lo demás, porqué no le pedimos lo mismo a los bancos, o a los supermercados, a las zapaterías? Si deseamos una economía eficiente, debemos aceptar que la empresa privada incurra en gastos que podrían aparecer como superfluos, pero que son la base misma de sustentación del sistema. La experiencia internacional no deja lugar a dudas en cuanto a que estos gastos son compensados con creces por los beneficios dinámicos de eficiencia y calidad que genera un ambiente competitivo.

Por lo tanto, esta crítica yo la entiendo como que se desea una única administradora estatal, situación a la que me opongo, porque significa no reconocer los avances del mundo. Si hasta China y la Unión Soviética vienen de vuelta, porqué vamos a ir nosotros de ida?

Por lo demás quiero dar ciertas cifras para demostrar que la competencia funciona:

- En los últimos 6 años, las comisiones han disminuído en un 26% en términos reales.

- Desde los inicios del sistema, el gasto por afiliado, ha caído en un 40% en términos reales.

- La semana pasada, dos de las 3 administradoras más grandes, anunciaron importantes bajas en el costo de la previsión.

¿Podrían ustedes imaginarse estos resultados en un sistema administrado por el Estado?

Esta crítica, por lo tanto, tampoco es aceptable a mi juicio.

5.- La última crítica se refiere al déficit fiscal que la reforma habría provocado, y que habría producido un esfuerzo de ahorro del sector público, reduciendo remuneraciones y otros gastos sociales.

Esta crítica es totalmente infundada. El tema requiere de una explicación larga y complicada, para la cual no hay tiempo ahora, y por ello no entraré en detalles. Sin embargo, quisiera dejar claro el principio, para que Uds. puedan entender lo medular:

El pasar de un sistema de reparto a un sistema de capitalización, significó que las Cajas antiguas debieron seguir pagando las pensiones del antiguo sistema, pero que dejaron de obtener las cotizaciones de los trabajadores activos que se trasladaron a las A.F.P. Esto significó que el Fisco tuvo que poner recursos propios para pagar esas pensiones.

Pero por otro lado, las cotizaciones de los trabajadores afiliados a una A.F.P. se acumulan en un Fondo de Pensiones, donde son invertidos, para ganar intereses y reajustes que permitan en el futuro pagar buenas pensiones. Si el Fisco hubiese querido, podría haber pedido prestado todas esas cotizaciones, emitiendo bonos del Estado. Con ese dinero podría haber seguido pagando todas las pensiones del antiguo sistema, y no habría habido ningún problema de reducción de gastos en remuneraciones o en gastos sociales.

Lo que pasó es que el Estado se autoimpuso un límite, estableciendo que los Fondos no podían invertir más de un 50% en papeles del sector público. Y ahora se ha autoimpuesto otro límite: en el último año el Estado no ha emitido bonos ni pagarés que puedan ser comprados por los Fondos de Pensiones. Si el Fisco quisiera, podría colocar en este momento más de 130.000 millones de pesos en los Fondos de Pensiones, más un flujo mensual de otros 7.000 millones, producto de la recaudación de las cotizaciones.

Por lo tanto, la decisión de ahorro de parte del Estado no es un efecto de la reforma previsional. Es una decisión absolutamente independiente, que proviene del convencimiento de parte del Gobierno de que es imprescindible aumentar la tasa de ahorro y la tasa de inversión del país, para poder crecer, para crear nuevas fuentes de trabajo y eliminar el desempleo, y posibilitar un alza sostenida en las remuneraciones.

Si el Fisco no hubiese tomado esa decisión de aumentar su ahorro, podría haber pedido prestado todo el dinero de los Fondos de Pensiones y haber seguido gastando como si no hubiese habido reforma.

Por lo tanto, echarle la culpa al nuevo sistema de pensiones de la restricción en el gasto por parte del Fisco, es nuevamente equivalente a echarle la culpa al sofá de Don Otto. Podemos discutir si estamos o no de acuerdo con la decisión de aumentar el esfuerzo de ahorro del sector público. Lo que no cabe, es echarle la culpa al nuevo sistema de pensiones por ello.

Veamos ahora las deficiencias que, a mi juicio, sí tiene el sistema, y cuya corrección habrá que procurar en el futuro.

1.- La primera se refiere, sin duda, al sistema de pensiones de invalidez.

Creo que es absolutamente imprescindible ampliar la cobertura de la pensión de invalidez a personas que estén incapacitadas con grados inferiores pero cercanos al mínimo de 2/3 exigido.

Actualmente, aquellas personas que sufren una invalidez que los incapacite en un 67% o más de su capacidad de trabajo, están protegidos con un buen sistema, que les asegura buenas pensiones. Sin embargo, si la invalidez es menor a los dos tercios, la persona no recibe nada. Es obvio que si una persona tiene una invalidez de, por ejemplo, un 50%, está seriamente incapacitada. Esto se agrava por la falta de oportunidades que ofrece el mercado laboral chileno para este tipo de semi-inválidos, y por la ausencia de medios adecuados de readaptación laboral.

La ausencia de una cobertura para invalideces parciales explica la frustración de muchas personas, que se sienten incapacitadas, pero cuya solicitud de pensión es rechazada.

Quiero dejar claro que el introducir la invalidez parcial significará un aumento en el costo de la previsión. Pero estoy segura que es un precio que hay que pagar, puesto que el objetivo de los programas de seguridad social es ayudar a las personas que se encuentran en estados de necesidad, y una persona con más de, por ejemplo, 50 y menos de 67% de invalidez claramente tiene un estado de necesidad.

2.- Para la existencia de este sistema no es imprescindible que las sociedades que administren los Fondos de Pensiones sean necesariamente sociedades anónimas. De hecho, existen otras entidades en la seguridad social, como las CCAF y las Mutualidades, que han funcionado bien y no tienen fines de lucro. Creo que puede ser conveniente permitir también administradoras sin fines de lucro, que compitan con las actualmente existentes. Esto permitiría, además, dar solución a una aspiración expresada por algunos sectores, en cuanto a que los trabajadores cuyos ahorros se encuentran en los Fondos de Pensiones, puedan tener ingerencia en la administración de sus Fondos. Creo que administradoras sin fines de lucro, con presencia bipartita en el directorio, puede ser una buena solución a estas aspiraciones.

No estoy, en cambio, de acuerdo con la idea de nombrar a un representante de los trabajadores en el directorio de las actuales Administradoras de Fondos de Pensiones. Ello se debe a que las Administradoras están sujetas a una regla que les obliga a asegurar a los afiliados una rentabilidad mínima del Fondo. Si por decisiones erradas, o por problemas de mercado, un Fondo no alcanza esa rentabilidad mínima, la sociedad que administra debe destinar recursos propios, de los accionistas, al Fondo.

Mi parecer es que si la ley le da la obligación de asegurar una rentabilidad mínima a las administradoras, también debiera darles el derecho de decidir sin presiones dónde invertir. La eventual presencia de un representante de los ahorrantes en el directorio, le resta, a mi entender, grados de libertad a las administradoras en las decisiones de inversión. Si esto llegase a suceder, creo que se les debería liberar de la responsabilidad de asegurar la rentabilidad mínima. Pero creo que en esa transacción serían los afiliados los que perderían.

En resumen, creo que la participación de los afiliados en la administración puede ser deseable, pero siempre que asuman tanto los derechos como los deberes. No es equitativo otorgar derechos sin asignar, al mismo tiempo, responsabilidades.

3.- Existen dos aspectos en que la equidad, a mi juicio, no se da en el nuevo sistema de pensiones.

El primero se refiere a la comisión fija. Está claro que una comisión de un monto fijo reduce porcentualmente más las cotizaciones netas que van a las cuentas de ahorro individual de personas de bajos ingresos. Esto no es deseable. Es cierto que muchas de las soluciones propuestas hasta ahora parecen provocar problemas dignos de estudiar, sin embargo creo que se deben dedicar serios esfuerzos para encontrar una solución. Las comisiones fijas no debieran perjudicar a sectores de bajos ingresos.

El otro aspecto en que no hay equidad, es en el tratamiento de las mujeres. En efecto, las mujeres pagan la misma tasa de comisión y cotización que los hombres, y sin embargo tienen menores beneficios. En efecto, si un hombre fallece, su cónyuge es beneficiaria de pensión de sobrevivencia. Si, en cambio, es una mujer la que fallece, el cónyuge sólo tendrá derecho a pensión si es inválido. Creo que cuando una mujer trabaja, la familia depende tanto del ingreso de ella como del marido, y si ella fallece, la falta de su remuneración será sentida por la familia. Me parece que una regla mínima de equidad, es "a igual pago, iguales beneficios".

4.- Creo que se deben estudiar normas especiales para personas que desarrollen labores consideradas pesadas, por cuanto se ha demostrado que ellas provocan un envejecimiento prematuro, anticipándose entonces la presunción de un estado de necesidad para acceder a una pensión de vejez.

5.- Se debe unificar el criterio con que se conceden las pensiones mínimas en el antiguo y nuevo sistema.

6.- Se debe estudiar la posibilidad de traspasar al sector privado la clasificación del riesgo de los instrumentos financieros adquiribles por los fondos de pensiones, puesto que la presencia de tres Superintendentes en la Comisión Clasificadora de Riesgo implica en cierta medida un aval estatal a las inversiones aprobadas. Esta Comisión debiera tener un rol fiscalizador, más que asumir la responsabilidad directa de la clasificación.

Como conclusión, cabe señalar que los sistemas de pensiones están insertos en la realidad social, económica, financiera y demográfica de un determinado país, y que por lo tanto deben adecuarse a los cambios que se produzcan en ella. Cualquier modificación que se proponga, sin embargo, debe considerar algunos principios fundamentales, y que se refieren a mantener el objetivo de un sistema de pensiones, cual es de

- proveer una pensión que pueda razonablemente reemplazar la remuneración que se deja de percibir;

- asegurar la existencia de un vínculo básico entre derechos y deberes a nivel individual;

- ofrecer libertad de elección a los afiliados y fomentar la competencia entre los organismos que intervienen en la administración, para asegurar la eficiencia del sistema; y

- enfocar la acción del Estado a la ayuda de los sectores más desposeídos.

Borrador

Financiamiento para la Vivienda

- Los fondos de pensiones han financiado en el pasado la adquisición de viviendas por la vía de las letras hipotecarias.

- Cualquier esfuerzo adicional debe hacerse sujeto a las siguientes restricciones:

    a) No debe olvidarse que el objetivo final del fondo es obtener la máxima rentabilidad posible para los pensionados considerando la restricción impuesta por factores de riesgo.

    b) El fondo de pensiones pertenece a todos los afiliados al mismo en proporción a las cuotas que cada uno tiene. No puede por tanto beneficiarse a algunos partícipes con condiciones favorables de crédito que estén afectando negativamente las pensiones de los partícipes que no obtienen los créditos.

    c) Deben evitarse conflictos de interés entre los afiliados en calidad de acreedores - inversionistas con los afiliados en calidad de deudores.

- Existen al menos dos ideas concretas que podrían implementarse que no afectarían negativamente las restricciones antes descritas.

    1) Eximir de impuesto a la renta a los ingresos provenientes de intereses de los mutuos hipotecarios endosables.

    2) Crear una empresa de carácter público llamada "Asociación Nacional de Mutuos Hipotecarios la cual se encargaría de establecer condiciones de eligibilidad a paquetes (portafolios) de mutuos hipotecarios endosables que, de cumplirse, permitirían a esta Asociación:

        i) Garantizar (avalar) el pago de las deudas.

        ii)Efectuar la cobranza de los créditos mensualmente, a cambio del pago de una comisión de cobranza.

- Los paquetes serían formados por créditos otorgados directamente, por entes privados, y la garantía se obtendría a cambio de pago de una comisión.

Los paquetes de mutuos, o participaciones de los mismos, serían considerados instrumentos de oferta pública, adquiribles directamente por AFP's y Compañías de Seguro.

Francisco Pérez Mackenna
31 de Julio de 1989

J. A. G.

M I N U T A

I.- ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PARA LA VIVIENDA CON RECURSOS DE LOS FONDOS DE PENSIONES, ACTUALMENTE VIGENTES.

a) Letras Hipotecarias

El D.L. 3.500 establece que el Banco Central podrá fijar, como mínimo, el límite máximo de inversión en Letras de Crédito emitidas por Instituciones Financieras, en un 40% del Fondo de Pensiones. Por su parte, el Banco Central ha establecido el límite máximo de inversión en estos instrumentos en 80% del Fondo de Pensiones.

A Junio del presente año se observaba que los recursos destinados a Letras Hipotecarias por parte del sistema de A.F.P., alcanzaban MM$ 424.917 (14,57% del total de los Fondos de Pensiones) lo que representaba un 73,71% del total de colocaciones en Letras de Crédito para la vivienda a la fecha.

b) Sociedades Inmobiliarias

El D.L. 3.500 establece que el límite máximo de inversión en acciones (incluídas las acciones de las Sociedades Inmobiliarias) podrá estar entre un 20% y un 40% del Fondo de Pensiones. Además, especifica que el límite máximo de inversión en acciones de Sociedades Inmobiliarias podrá estar entre un 10% y un 30% del Fondo de Pensiones, dejando al Banco Central la responsabilidad de fijar los límites dentro de estos rangos.

El Banco Central ha establecido que el límite máximo para la inversión en acciones (incluída las acciones de las Sociedades Inmobiliarias) es de un 30% del Fondo de Pensiones. Además, el monto invertido en acciones de Sociedades Inmobiliarias no puede exceder el 10% del Fondo de Pensiones.

Dentro del giro exclusivo de las Sociedades Inmobiliarias se incluye tres tipos de instrumentos:

1.- Bienes Raíces destinados al arriendo con fines distintos a vivienda.
2.- Bienes Raíces destinados a desarrollar negocios de leasing con fines distintos a vivienda.
3.- Mutuos Hipotecarios con claúsula a la orden.

Así, al invertir en acciones de Sociedades Inmobiliarias, los Fondos de Pensiones participan indirectamente en el financiamiento de vivienda.

Sin embargo, al 31 de Agosto del presente año, se comprueba que la importancia de los mutuos en la cartera de inversiones de las Sociedades Inmobiliarias es baja (12,9% de la cartera de La Esperanza y 0% en la cartera de Rentas Inmobiliarias). Además la inversión de los Fondos en acciones de estas sociedades tampoco es significativa. (A Septiembre del presente año sólo representa un 0,19% del portfolio total).

c) Fondos de Inversión Inmobiliario

El D.L. 3.500 establece que el límite máximo de inversión en Cuotas de Fondos de Inversión podrá estar entre un 10% y un 20% del Fondo de Pensiones. El Banco Central ha fijado este límite en 10% del Fondo de Pensiones.

Los Fondos de Inversión se clasifican en tres tipos generales, según el tipo de inversiones a que se orientan:

1.- Fondos de Inversión Mobiliaria.
2.- Fondos de Inversión de Capital de Riesgo.
3.- Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Las posibilidades de inversión de los Fondos de Inversión Inmobiliarios, son las siguientes:

1.- Bienes Raíces Urbanos destinados a usos distintos a vivienda, ubicados en Chile.
2.- Mutuos Hipotecarios Endosables (se pueden otorgar con recursos del propio Fondo).
3.- Acciones de Sociedades Inmobiliarias.

Adicionalmente están facultados para invertir en otro tipo de instrumentos, entre los que cabe mencionar las Letras de Crédito emitidas por Bancos e Instituciones Financieras.

En la actualidad, existe un sólo Fondo de Inversión Inmobiliario en el mercado - Aetfín Mixto - cuyas cuotas aún no han sido autorizados como objeto de inversión de los Fondos de Pensiones.

II.- ALTERNATIVAS EN ESTUDIO

Leasing habitacional

Se ha propuesto que los Fondos de Pensiones participen en el financiamiento de viviendas, a través de su participación en la propiedad, o como acreedores de títulos de deuda, de Sociedades Inmobiliarias orientadas a operaciones de leasing habitacional.

Al hacer leasing habitacional una Sociedad Inmobiliaria de giro exclusivo está adquiriendo una vivienda para entregársela a una persona, quién deberá pagar por ella determinadas sumas periódicas, y tendrá al final del período la opción de restituir el bien a su propietaria, renovar el contrato, o adquirir el bien para sí. Si opta por adquirir la vivienda, deberá cancelar un valor residual. Se ha propuesto un tipo de subsidio habitacional basado en la operación de un leasing habitacional. Las cuotas periódicas canceladas por el beneficiario del subsidio, serán en una parte financiadas por su aporte personal y, en otra, por los recursos del Estado a través del subsidio. El período máximo de pago del subsidio mensual será de 20 años para cada beneficiario. Para efectos del cálculo del valor total actualizado de las cuotas mensuales que se establezcan en el beneficio, se descontarán los pagos mensuales proyectados aplicando una tasa de descuento del 6% anual.

Según la proposición, las Sociedades Inmobiliarias, cuyo giro exclusivo será el de financiamiento de viviendas, podrán también tener la propiedad de viviendas para arriendo con promesa de compraventa no sujetas al régimen de subsidio.

Se crearía un sistema de capitalización individual que opera de la siguiente manera: Existe una cuenta individual abierta en una A.F.P. o en una Institución Financiera, por el postulante al subsidio habitacional. Una vez aprobado el subsidio, mensualmente se abona en dicha cuenta el aporte comprometido del beneficiario, y el aporte del Estado a través del MINVU, en el caso de las viviendas sujetas al subsidio. Asimismo, cada mes se carga a dicha cuenta el pago del arriendo de la propiedad a la promitente vendedora, esto es, a la Sociedad Inmobiliaria en cuestión. La A.F.P., o la Institución Financiera, será la encargada de la administración de la cuenta individual del beneficiario, servicio por el cual tiene la opción de cobrar una comisión. Además, la A.F.P., o la Institución Financiera, deberá invertir el saldo de dicha cuenta en los instrumentos a que por ley puedan acceder como posibilidades de inversión.

El objetivo del sistema propuesto es dar la capacidad al beneficiario para arrendar una vivienda adecuada en condiciones de mercado y generar simultáneamente un ahorro suficiente para convertirlo en propietario de la misma en un plazo no superior a 25 años.

Otras alternativas

No se han propuesto otros proyectos que permitan el financiamiento directo de viviendas, excepto la posibilidad de autorizar a los Fondos de Pensiones para adquirir directamente paquetes de Mutuos Hipotecarios.

Otras ideas que se han discutido no solucionan el problema que representaría - desde la perspectiva del sistema de pensiones - generar en los afiliados una doble calidad de deudor y acreedor del Fondo de Pensiones.

UNIVERSIDAD ADOLFO IBAÑEZ

INSTITUTO DE ECONOMIA POLITICA

SECURITIZACION: UNA NUEVA ALTERNATIVA DE INVERSION PARA LOS FONDOS DE PENSIONES

ALVARO FELLER SCHLEYER
RAFAEL MACHERONE MAINO

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9

JULIO DE 1991

UNIVERSIDAD ADOLFO IBAÑEZ
INSTITUTO DE ECONOMIA POLITICA

SECURITIZACION: UNA NUEVA ALTERNATIVA DE INVERSION PARA LOS FONDOS DE PENSIONES

ALVARO FELLER SCHLEYER
RAFAEL MACHERONE MAINO

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº9
JULIO DE 1991

Este trabajo contó con el financiamiento de la A.F.P. Santa María.

Las opiniones que se presentan en estos documentos son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Universidad.

CONTENIDO

I.	INTRODUCCION	2
II.	DIAGNOSTICO	4
III.	DEUDA BANCARIA SECURITIZADA	9
1.	Concepto de deuda securitizada	9
2.	Esquema operativo	10
3.	Ventajas	12
4.	Problemas	13
5.	Tipos de préstamos y viabilidad comercial	15
6.	Extensión al caso de leasing	18
7.	Dimensionamiento del potencial	20
IV.	DEUDA NO BANCARIA SECURITIZADA	23
1.	Concepto	23
2.	Alternativas	23
3.	Problemas	24
4.	Extensión al caso de ingresos futuros	25
5.	Dimensionamiento del potencial	26
V.	TITULOS EXTERNOS	29
VI.	FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS MEDIANOS Y PEQUEÑOS	31
1.	Concepto	32
2.	Consideraciones operativas	33
	ANEXO: SECURITIZACION	35

SECURITIZACION: UNA NUEVA ALTERNATIVA DE INVERSION PARA LOS FONDOS DE PENSIONES

ALVARO FELLER SCHLEYER[1]
RAFAEL MACHERONE MAINO[2]

I. INTRODUCCION

El propósito de este trabajo es identificar nuevas alternativas de inversión para los fondos de pensiones chilenos, que permitan tanto diversificar las actuales carteras de inversión, como también reducir o eliminar eventuales déficits de instrumentos elegibles.

Dichas alternativas se han formulado tomando en consideración dos elementos. Primero, el tipo de instrumentos que existen en otros países con mercados de capitales más. Segundo, la realidad económica y legal-institucional existente en Chile, que impone diversas limitaciones y requerimientos específicos a las inversiones de los fondos de pensiones.

Las proposiciones, en la medida de lo posible, se plantean bajo dos tipos de opciones. En una se considera como restricción limitante la actual legislación, principalmente la relativa a fondos de pensiones (D.L. 3.500), instituciones financieras y sociedades anónimas. En este caso, se discuten las modificaciones requeridas a los reglamentos e interpretaciones posibles a las normas de carácter legal. En la otra se

---

[1] Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile. Master y candidato a Doctor en Economía, Universidad de Minnesota Socio principal de Feller Schleyer Rating, Clasificadora de Riesgos.

[2] Ingeniero Comercial y Magister en Economía, Universidad Católica de Chile. Master en Economía, Universidad de California, Los Angeles (UCLA). Profesor de Economía, Universidad Adolfo Ibáñez.

considera como limitante sólo el espíritu general del DL 3.500, en particular en cuanto a los objetivos de rentabilidad y seguridad que deben tener las inversiones de los fondos previsionales.

En todas las proposiciones se ha considerado también como importante que los recursos de los fondos de pensiones estén invertidos en instrumentos representativos de deuda o de capital de empresas de variado giro, pero que no sean las administradoras las que incursionen directamente en actividades distintas a su giro. Así, por ejemplo, se propone un esquema en el cual los fondos invierten en sociedades que adquieren paquetes de préstamos bancarios, pero no que se utilicen directamente los fondos previsionales para prestar dinero al público.

De igual forma, las proposiciones consideran como importante el problema de valorización de las inversiones del fondo. Por esto, se refieren a instrumentos que tienen potencialmente una suficiente liquidez o que son de fácil valorización bajo esquemas convencionales. En particular, cuando corresponde, se discuten los posibles problemas relacionados con la clasificación de riesgo, que eventualmente podrían limitar ciertos tipos de inversiones.

Como se puede apreciar de lo que sigue, la actual regulación a los fondos de pensiones permite el desarrollo de nuevas formas de inversión, aunque con ciertas limitaciones. Concretamente, gran parte de las proposiciones tiene como única forma de realización su implantación a través de la normativa sobre fondos de inversión. Dado que la ley que regula estos fondos es un tanto rígida, estas nuevas formas de inversión sólo pueden realizarse mediante la estructuración de fondos de capital de riesgo, aunque la mayoría de ellas no tienen realmente relación con este concepto.

Una forma más "limpia" y eficiente de desarrollar esas nuevas inversiones es a través de cierto tipo especial de sociedades de inversión, que emiten instrumentos de

deuda o capital, o bien mediante fondos de inversión especializados. En este último caso, se requiere una modificación relativamente marginal a la ley que los regula.

Las proposiciones que siguen se refieren a cuatro tipos de inversión:

i. Deuda bancaria securitizada, consistente en la transformación de cierto tipo homogéneo de préstamos en títulos de oferta pública;

ii. Deuda no bancaria securitizada, consistente en la transformación de tipos especiales de cuentas por cobrar de empresas en títulos de oferta pública;

iii. Inversión indirecta en títulos de primera categoría emitidos por entidades públicas o privadas extranjeras, a través de intermediarios financieros especializados;

iv. Financiamiento de proyectos medianos y pequeños mediante la figura de capital de riesgo;

II. DIAGNOSTICO

La actual normativa que regula las inversiones de los fondos de pensiones está contenida fundamentalmente en el Decreto Ley N° 3.500, en el Decreto Supremo 35 y en el Compendio de Normas Financieras del Banco Central.

Este marco regulatorio, si bien ha experimentado algunas flexibilizaciones relativamente sustanciales, se establecía comienzos de la década de los ochenta en un contexto particular. Por una parte, la privatización del sistema previsional fue un componente integral clave del proceso de liberalización y privatización general de la

economía chilena durante el gobierno pasado. Por otra, el momento mismo en que se puso en práctica la regulación estuvo marcado por una fuerte recesión económica acompañada de la mayor crisis financiera en la historia del país. Esta última implicó, no sólo a la mayor parte de los bancos nacionales, sino también a muchas empresas de gran tamaño, que habían recién iniciado un proceso de colocación de títulos de oferta pública.

Este contexto, unido a la necesidad de asegurar la estabilidad del nuevo sistema previsional, explica que, en materia de políticas de inversión de los fondos de pensiones, se haya definido una regulación bastante conservadora en la mayoría de sus aspectos. Asimismo, si bien se visualizaba un potencial de fuerte crecimiento en el tamaño de los fondos, se estimaba que no antes de varios años de funcionamiento se alcanzaría un punto en el cual podría producirse una suerte de déficit de instrumentos de inversión.

Ayudaba a sustentar esta última visión el hecho que existía un volumen cuantioso y creciente de instrumentos estatales, tanto de la Tesorería como del Banco Central.

Este espíritu conservador se ha seguido manteniendo a lo largo del tiempo, lo que se ha traducido en una incorporación gradual de nuevas opciones.

Así, mediante modificaciones tanto al DL 3.500 como al Reglamento de Clasificación de Riesgo, se han abierto nuevas posibilidades como la inversión en bonos emitidos por empresas de leasing, en una mayor diversidad de acciones y en sociedades inmobiliarias.

Por otra parte, está abierta la posibilidad de invertir limitadamente en valores externo de primera clase, aunque el Banco Central ha impedido por el momento la

opción. Igualmente, se abrió la posibilidad de invertir en fondos de inversión, incluyendo los de capital de riesgo, aunque estos aún no han comenzado a operar.

La mayoría de los estudios anteriores relativos a la evolución de los fondos de pensiones en el mediano y largo plazo, señalan que en algunos años se produciría necesariamente un déficit de instrumentos en los cuales invertir los crecientes volúmenes de recursos que acumula el sistema previsional privado.

Un estudio recientemente desarrollado[3], concluye que de mantenerse las actuales limitaciones relativas al tipo de instrumentos autorizados y los márgenes de inversión, y considerando supuestos bastante conservadores respecto de la evolución del Fondo de Pensiones[4], el déficit de títulos en los cuales invertir los crecientes volúmenes de recursos acumulados por la previsión privada se hará evidente hacia 1994, y alcanzaría un 44% en el año 2020.

Varios son los elementos que juegan en estos resultados.

Primero, existen límites legales tanto por emisor como por instrumento, que hacen que cierto tipo de inversiones estén casi copadas. Este es, por ejemplo, el caso de la inversión en acciones y bonos de algunas empresas.

Segundo, las perspectivas de crecimiento de algunos instrumentos permitidos son demasiado limitadas como para poder aprovechar cabalmente los márgenes existentes. Nuevamente, este es el caso de la incorporación de acciones y, en cierta medida, de bonos de nuevas empresas.

---

[3] Ver más detalles en Brugal, M., Feller, A., Macherone, R. y Menares, R. "Proyecciones del Fondo de Pensiones y de sus Opciones de Inversión", Documento de Trabajo N°8, Instituto de Economía Polítca, Universidad Adolfo Ibáñez, Julio de 1991.

[4] Entre otros, se ha previsto una rentabilidad real del Fondo del 6% entre los años 1991 y 2000, y de 5,5% entre el 2001 y el 2020.

El problema está asociado a la existencia de muy pocas empresas de tamaño adecuado con propiedad suficientemente desconcentrada, que permita la incorporación de grandes inversionistas institucionales. Asociado a este fenómeno, se aprecia también una gran reticencia por parte de los controladores de las empresas por perder algunos puntos de participación, incluso cuando ello no se traduzca en una pérdida del control de la empresa.

En este mismo sentido, puede señalarse que muchos potenciales emisores de bonos, no utilizan la opción por la exigencia de tener que abrir la información relativa a sus empresas. Este es el caso de muchas sociedades cerradas, incluyendo filiales de grandes empresas transnacionales.

Al respecto, se ha planteado que tal vez las exigencias de información asociadas a la emisión de títulos de oferta pública pueden ser un tanto exageradas. Esto, sin embargo, no es realmente correcto.

En efecto, es cierto que la regulación vigente, incluyendo las disposiciones de la Superintendencia de Valores y Seguros, exige un importante esfuerzo de preparación y divulgación de información por parte de los emisores de títulos de oferta pública. Pero, si se analizan las características de la información solicitada, es difícil pensar que eventuales inversionistas sofisticados podrían adquirir valores sin disponer de, al menos, la información que la norma obliga a divulgar.

El problema está, más que en la regulación sobre la información, en la naturaleza del mercado chileno. Esto es, la existencia de muchos sectores interesantes en los cuales se da una situación de escasa competencia, con empresas cerradas, incluso de carácter familiar, que no están dispuestas a abrir su información para no perder su ventajosa posición.

Un tercer elemento se refiere al aún incipiente estado en que se encuentra nuestro mercado de capitales. Es notable, desde luego, el avance que ha tenido en la última década, impulsado en buena medida por el sector financiero y los mismos fondos de pensiones. Sin embargo, en muchos aspectos su desarrollo y sofisticación es reducido en relación con las necesidades del sector previsional.

Así, diversos instrumentos que en mercados más desarrollados han dejado de ser una novedad, están en Chile aún en un plano de ideas poco elaboradas o están recién iniciándose como realidades. Acciones preferentes, bonos subordinados, deuda convertible, securitización e incluso fondos de inversión y de capital de riesgo son conceptos aún extraños dentro de la realidad económica nacional.

Como cuarto factor está, paradojalmente, la estabilización que ha alcanzado la economía chilena, especialmente en sus cuentas monetarias y fiscales. El hecho de haberse conseguido prácticamente eliminar el déficit público y terminar con los programas especiales de apoyo del Banco Central, hacen difícil pensar en un crecimiento importante en los títulos estatales disponibles en el mercado interno.

Dada la importancia que en la actualidad representan los papeles estatales en las carteras de los fondos, una estabilización de estos instrumentos lleva, en un escenario de fuerte crecimiento del sector previsional, a una significativa pérdida de opciones de inversión.

Un quinto elemento está asociado con la reticencia del Banco Central en permitir, como la hace la Ley, el aprovechar las opciones que ofrece el mercado de capitales externo. Es posible que los motivos se encuentren en decisiones macroeconómicas sobre el grado de apertura que se desea darle a la cuenta de capitales del país, o en cómo enfrentar eventuales "exportaciones de ahorro". En todo caso, deben descartarse argumentos sobre escasez de divisas, ya que no sólo existe

un elevado nivel de reservas, sin precedentes, sino que también los montos involucrados son poco significativos.

III. DEUDA BANCARIA SECURITIZADA

1. Concepto de deuda securitizada

El concepto de securitización viene de la expresión inglesa "securitization" que, en términos simples, se refiere a la transformación de carteras o "paquetes" de activos de poca liquidez, principalmente préstamos o cuentas por cobrar, en "securities" o títulos o papeles homogéneos, susceptibles de ser transados activamente en mercados secundarios. Una traducción adecuada del concepto, si bien poco elegante, es la de "papelización".

La securitización puede adoptar muchísimas formas, según el tipo de activo que se securitice, el tipo de intermediario que participe y el tipo de valor o título final que se emita[5]. Aquí nos limitaremos a ciertas variaciones de la idea de securitización que pueden ser aplicables al caso chileno.

En el caso de las entidades financieras, la forma de securitización que se ve más interesante de llevar a cabo es la del tipo "pass–through". Esto es, el banco o sociedad financiera traspasa plenamente la propiedad de un paquete de créditos a un tercero, quien emite determinados papeles para el financiamiento de la cartera

[5]Ver Anexo página 35.

adquirida. El banco sigue administrando la cartera de créditos a cambio de una comisión, pero todo el flujo de amortizaciones e intereses son del nuevo propietario.

Las alternativas tipo "pay–throughs" o Bonos Respaldados con Hipotecas, en que el banco retiene la propiedad de los préstamos originales, utilizándolos para garantizar nuevas emisiones de títulos, se ven menos atractivas y viables de realizar en Chile[6].

2. Esquema operativo[7]

Existen conceptualmente 4 agentes que participan en una operación de securitización de préstamos bancarios: el deudor original, el banco, el "ente securitizador" y el inversionista final.

En el esquema propuesto, el deudor no interviene para nada, el cual sigue con su deuda original en los términos pactados, incluso manteniendo toda la relación operativa y de pagos con el banco prestamista. Este último reduce su cartera de préstamos, vendiéndola bajo determinadas condiciones comerciales y financieras al ente securitizador. Sin embargo, contrariamente a una venta o cesión de cartera tradicional, el banco continúa con toda la actividad relacionada con los aspectos operativos y de cobranza de los créditos.

---

[6] Existe el problema básico de incrementar el leverage del banco y la dificultad de utilizar parte de los activos para garantizar parte de los pasivos.

[7] Se han excluido en este trabajo consideraciones de tipo tributario que podrían afectar tanto a los inversionistas como a los emisores originales.

El ente securitizador tiene en su activo los paquetes de crédito adquiridos y en su pasivo determinados títulos transables en el mercado secundario. Según el tipo de ente securitizador, puede pensarse básicamente en dos clases básicas de papeles.

En un primer esquema, el securitizador es una sociedad de inversiones especializada que adquiere los préstamos a las instituciones financieras, tiene un determinado patrimonio y emite ya sea bonos garantizados con los paquetes de crédito adquiridos, o bien emite acciones. Ambos tipos de títulos son adquiridos por los inversionistas. Por razones de manejo financiero y de riesgo, los bonos deben tener, en promedio, plazos de amortización y estructura de tasas de interés similares a los del paquete de préstamos que los respaldan.

En un segundo esquema, el securitizador constituye y administra un fideicomiso o fondo constituido por los préstamos adquiridos y cuyo patrimonio es representado por cuotas de participación que son adquiridas por los inversionistas.

En el marco legal chileno, ambos tipos de esquemas de securitización son posibles, si bien la segunda se ve, en principio, más factible. El primer esquema sólo requiere de la constitución de una sociedad de inversiones para su funcionamiento operativo. Sin embargo, el leverage requerido y la falta de historia de la sociedad pueden complicar la clasificación de riesgo de la empresa e impedir que los inversionistas institucionales canalicen sus recursos hacia ellas.

El segundo esquema puede funcionar adecuadamente bajo el marco de la Ley N° 18.815 sobre Fondos de Inversión. Así, el ente securitizador sería el administrador del fondo y el papel representativo de los préstamos securitizados serían las cuotas.

3. Ventajas

La securitización de préstamos es una opción que puede ser muy atractiva tanto para los bancos como para los inversionistas institucionales. Para los bancos, existen dos ventajas principales:

a. La ventaja general de poder ampliar su volumen de negocios sin incrementar su leverage ni su patrimonio o, alternativamente, de mantener un cierto volumen de negocios reduciendo el nivel de endeudamiento. Esto, por cuanto permanece en el banco gran parte del negocio crediticio, pero reduciendo sus necesidades de financiamiento. Así, continúa en el banco todo lo relativo al otorgamiento de los préstamos, incluyendo los esfuerzos comerciales y de evaluación de riesgo crediticio y, todo lo relativo a su administración y cobranza.

b. La ventaja de poder participar en operaciones que requieren de fondos a mediano plazo para las cuales es difícil encontrar financiamiento tradicional a plazos calzados. Este es el caso de muchas operaciones de financiamiento de inversiones en maquinaria y equipo, barcos, obras de infraestructura e instalaciones. Normalmente, los bancos no financian este tipo de inversiones o lo realizan limitadamente mediante créditos a tasas variables de corto plazo.

Para los inversionistas institucionales, las cuotas del fondo de inversión o los bonos o acciones de una sociedad de inversiones especializada son una opción atractiva, tanto porque representan una ampliación de las posibilidades de inversión como por los relativamente bajos riesgos asociados a una cartera de préstamos suficientemente atomizada y evaluada en términos de la calidad crediticia de los deudores.

4. Problemas

Para el caso de una sociedad de inversiones los problemas principales se relacionan con la administración de la sociedad, el leverage y las clasificaciones de riesgo. Dado que este tipo de sociedades no tiene mayor fiscalización ni limitaciones que la general aplicable a toda empresa que inscribe sus títulos de oferta pública en la Superintendencia de Valores y Seguros, los tenedores de bonos deberían exigir resguardos suficientemente estrictos como para llegar a un nivel de confianza adecuado en cuanto a la estabilidad de la empresa en el horizonte de maduración de los bonos. Similar tipo de resguardos deben tomarse en consideración cuando la inversión se refiere a acciones.

Un elemento importante es la limitación del giro de la sociedad a operaciones de securitización de préstamos, de modo de impedir que se produzcan eventuales deterioros patrimoniales por negocios de otro tipo. Asimismo, en el caso de emisión de bonos, es importante que la sociedad mantenga un leverage bajo, toda vez que aquí se trata de instrumentos de renta fija y no de cuotas de participación.

En lo que se refiere a clasificación de riesgo, es claro que la norma general establecida en el DS 35 no es aplicable. Tal como se hizo en su oportunidad para las compañías de leasing, aquí es necesaria una norma especial que considere básicamente la calidad de la cartera, su atomización y dispersión por actividad económica y las posiciones financieras de la sociedad: leverage, riesgo de iliquidez, riesgo de monedas y riesgo de tasas de interés.

Bajo el esquema de un fondo de inversiones del tipo establecido en la Ley N° 18.815 existe un problema que debe ser abordado con cuidado. Por la forma en que está redactada la ley, un fondo de esta naturaleza no calificaría como fondo de inversión mobiliaria, que sólo puede tener instrumentos estatales o privados de oferta

pública. Por consiguiente, quedaría calificado como fondo de inversión de capital de riesgo, que es el único tipo que permite invertir en "otros valores o instrumentos que autorice la Superintendencia". Esto tiene dos inconvenientes dada la actual normativa: i) limita a un 5 por ciento los montos que pueden invertir los fondos de pensiones, en circunstancias que en fondos de inversión mobiliarios los montos se limitan al 10 por ciento del fondo de pensiones, ii) la clasificación de riesgo privada, de acuerdo con la norma de la Superintendencia de Valores y Seguros, no puede sér de primera categoría.

El problema de definición del tipo de fondo sólo se soluciona mediante una modificación a la Ley N° 18.815, si bien los márgenes podrían ampliarse modificando el DL 3.500. Cabe señalar que, bajo una interpretación, ese margen del 5% podría ser ampliable por el Banco Central (penúltimo inciso del art. 47 del DL 3.500). No obstante, incluso con el límite estricto del 5% no deja de ser una opción inicialmente atractiva para los fondos de pensiones.

Un aspecto operativo–legal importante de solucionar se refiere a las actuales disposiciones que limitan la agilidad en la transferencia de préstamos de las instituciones financieras a otras entidades no bancarias. En efecto, en la actual normativa del Banco Central, las cesiones de créditos a entes no bancarios requieren de la autorización previa de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Esto, sin duda, llevaría a una limitación importante en las operaciones de compra–venta de carteras de préstamos.

Dado que la disposición en cuestión es modificable por el Banco Central y la Superintendencia, no es difícil diseñar una regulación apropiada que permita dar mayor agilidad a dichos traspasos de cartera. Por ejemplo, se puede plantear un esquema en el cual no se requiera autorización previa para aquellos traspasos en que cada crédito individual no supere un cierto monto y en que no exista algún problema

de los que más preocupan a la Superintendencia, como el caso de los deudores relacionados con la institución cedente o con otra del sistema, el de empresas extranjeras de las que se tiene poca información y el caso de entidades con problemas de pago.

5. Tipos de préstamos y viabilidad comercial

Los préstamos susceptibles de securitizarse son, en principio, prácticamente todos salvo, tal vez, los llamados contingentes[8]. No obstante, es razonable pensar que los préstamos a ser securitizados deben tener ciertas características especiales.

En primer lugar, estos créditos deben tener una cierta homogeneidad, como es el caso de los créditos de consumo, los hipotecarios para la adquisición de vivienda y los préstamos comerciales relativamente pequeños y estandarizados.

Una alta heterogeneidad dificulta muchísimo su valorización económica, incrementando la incertidumbre para el ente securitizador y, en consecuencia, la exigencia de un castigo en el precio de adquisición. Dado que la entidad vendedora supuestamente conoce a cabalidad su cartera, se da entonces una asimetría importante en la información, la que redunda en una gran dificultad para realizar la transacción[9].

---

[8] Este tipo de préstamos son, en realidad, avales que da el banco por determinadas operaciones, como cartas de crédito y boletas de garantía. Mientras el aval no deba hacerse efectivo, no hay un traspaso de fondos.

[9] Este es un caso que se puede asociar a la llamada teoría del mercado de los "limones" (en inglés se denomina "lemons" a los autos usados que presentan diversos problemas después de ser adquiridos). Dado que el comprador no puede, a un costo razonable, evaluar el automóvil a ser adquirido en forma previa, él ofrece un precio de acuerdo con la calidad esperada del bien, que corresponde a un promedio del mercado. Así, los autos buenos son castigados en su precio, aun cuando el comprador, si tuviera la información suficiente, estaría dispuesto a pagar un premio por la mayor calidad.

De este modo, la securitización se ve favorecida en el caso de préstamos pequeños y homogéneos, que pueden ser evaluados en forma masiva por medio de ciertas reglas prácticas de tipo estadístico. Por ejemplo, realizar las valorizaciones mediante criterios como la morosidad de los préstamos, el comportamiento de los deudores y la relación deuda/garantía[10].

Candidatos que cumplen esta característica son los señalados préstamos de consumo, los hipotecarios para la vivienda, ciertos préstamos comerciales pequeños y, en buena medida, las tarjetas de crédito.

En el caso chileno, sin embargo, se ven algunos problemas en algunos de estos préstamos. En el caso de los préstamos hipotecarios, el mecanismo de las letras de crédito es el que financia gran parte de la cartera de los bancos y este instrumento es precisamente uno de los más apetecidos por los inversionistas institucionales. De este modo, la securitización debe pensarse para el caso de los préstamos con garantía hipotecaria, pero otorgados sin letras de crédito. Asimismo, puede pensarse como otro mecanismo alternativo de financiamiento de viviendas.

Una segunda característica se relaciona con el celo comercial de los bancos respecto de su clientela. Esto es, a la reticencia que posiblemente puedan mostrar en dar a conocer a terceros antecedentes sobre sus clientes, toda vez que esta información constituye buena parte de su "activo intangible". La entrega de esta información difícilmente puede ser obviada toda vez que se requiere para poder evaluar los préstamos a ser adquiridos por el ente securitizador.

[10] Criterios similares son los que utiliza la Superintendencia de Bancos en sus evaluaciones de las carteras de créditos de consumo e hipotecarios para la vivienda. También se utilizan criterios similares por parte de las instituciones financieras en la definición de sus políticas de otorgamiento de créditos de consumo masivo.

El problema se presenta, en particular, en relación con los clientes comerciales de tamaño medio hacia arriba, que suelen ser los más atractivos y que normalmente tienen un tratamiento especial. Así, los créditos de esta naturaleza, que constituyen la mayor parte de la cartera, en principio, deben excluirse del potencial a ser securitizado.

Con todo, dado que el ente securitizador no es un competidor de los bancos, siempre se podrán realizar las transacciones en la medida que se establezca una suficiente relación de mutua confianza entre las partes. Asimismo, es posible establecer mecanismos que permitan una evaluación económica de los créditos con información limitada, en la medida que el banco asuma un compromiso en cuanto a absorber un cierto porcentaje de las pérdidas de cartera que vayan más allá de ciertos parámetros negociados.

En relación con lo anterior es importante que un banco, que continuará administrando las carteras cedidas, tenga los incentivos suficientes para ejercer de la mejor forma posible el mandato del ente securitizador. En especial, las recuperaciones oportunas de crédito deben ser remuneradas en forma adecuada, de modo tal que la actividad de cobranza sea un negocio atractivo en la medida que sea realizada eficientemente.

Donde se ve más atractivo el potencial de securitización es en el financiamiento bancario de inversiones a mediano plazo. Como se señaló antes, este es un mercado que los bancos, por falta de fondos adecuados, están cubriendo sólo parcialmente a través de créditos de corto plazo renovables, a tasa variable.

En el esquema de securitización, los bancos otorgarían estos préstamos a mediano plazo, idealmente mediante un mecanismo que permita una suficiente

homogeneidad, y luego los venderían a los entes securitizadores. Estos, como siempre, emitirían como contrapartida títulos representativos de deuda o capital.

El tipo de inversión a ser financiada es de variada naturaleza, pero siempre corresponde a activos que pueden ser dados en garantía, como maquinaria y equipo, barcos, y algunas obras de infraestructura e instalaciones.

El mercado potencial es difícil de determinar, toda vez que la información disponible no es adecuada para establecer qué es lo que se está financiando, ni tampoco puede determinarse el carácter rotatorio de los préstamos. Con todo, es claro que se está hablando de un universo importante, correspondiente a gran parte de las empresas medianas y pequeñas del país, que no tienen acceso a fuentes externas de financiamiento a mediano plazo.

La oferta de fondos, por su parte, no se ve problemática, precisamente por las necesidades de inversión de los fondos previsionales y las compañías de seguros de vida.

6. Extensión al caso de leasing

Conceptualmente, una figura equivalente a la del ente securitizador que securitiza préstamos puede plantearse para contratos de leasing de tipo financiero. En este caso, la compañía de leasing originaria mantiene la administración plena de los contratos, pero el ente securitizador es el propietario de ellos. El problema es, sin embargo, más complejo por cuanto el ente securitizador debería también ser propietario de los bienes dados en arriendo. En el caso de los fondos de inversión, esto se aleja de los esquemas contemplados en la Ley.

En este contexto, la empresa de leasing puede ampliar sus actividades, sin incrementar su leverage ni requerir de incrementos de capital. La empresa continúa haciendo todas aquellas actividades en que tiene ventajas comparativas: comercialización, selección de clientes, análisis de riesgo crediticio, administración de la cartera y cobranza. La cesión de los contratos sólo implica una reducción de su riesgo, pero no de su volumen de negocios.

Para los inversionistas, la participación en fondos de inversión o sociedades de inversión especializadas que tengan carteras de contratos de leasing, es atractiva tanto por razones de dispersión de inversiones, como de rentabilidad y perspectivas de crecimiento. En este sentido, cabe señalar la existencia de un creciente mercado de leasing, como también el marcado interés de organismos financieros internacionales por incentivar su desarrollo en nuestro país.

Una ventaja potencial de los leasing, con respecto a la deuda bancaria, es la alta homogeneidad que existe en muchos tipos de contratos, principalmente en los rubros de computación y transporte. Esto, como se señaló antes, facilita la valorización económica de los activos a ser securitizados y, por lo tanto, reduce significativamente los costos de transacción. Asimismo, por la naturaleza misma de los leasing, las tasas de morosidad tienden a ser menores y el valor de las garantías más altas en relación a las deudas.

En todo caso, en principio, se ve más factible securitizar carteras de leasing de tipo financiero y no operacional. Este último es menos homogéneo en sus plazos e involucra aspectos no financieros, especialmente la mantención de los bienes por parte de la compañía de leasing.

7. Dimensionamiento del potencial

Dadas las especiales características de las operaciones susceptibles de ser securitizadas y las limitaciones de información, no es fácil cuantificar el potencial de negocios en términos medianamente precisos.

Una primera aproximación puede obtenerse analizando las estadísticas disponibles de montos y plazos de algunas colocaciones del sistema financiero y operaciones de leasing.

En el caso del sistema financiero, por lo señalado anteriormente, deben excluirse las operaciones con letras de crédito y centrarse en las operaciones a plazos superiores a 3 años. Desafortunadamente, las estadísticas disponibles sobre plazos de colocaciones tienen poca apertura, salvo en la clasificación por plazo de vencimiento. Estos antecedentes, dado que se refieren a plazos de maduración residual y no a los plazos en que originalmente se cursaron las operaciones, implican, en principio, una subestimación del potencial. Pero, dado que incluyen una parte importante de los créditos reprogramados según los programas especiales del Banco Central, pueden distorsionar en sentido contrario la estimación.

Al 30 de septiembre de 1990 el total de colocaciones en moneda nacional, reajustable y no reajustable, con plazos de maduración residual (años al vencimiento) de entre 3 y 10 años era de $ 420,4 miles de millones de pesos (aproximadamente US$ 1.300 millones). Este monto no incluye las operaciones en moneda extranjera a esos plazos (aproximadamente US$ 325 millones), por estimarse que pueden ser más difíciles de ceder por problemas de calce de monedas. Cabe señalar que estos montos excluyen las colocaciones contingentes, las hipotecarias y las vencidas.

Del total de colocaciones, existe un número significativo de operaciones que por su monto no pueden considerarse fácilmente securitizables. Este es el caso de aquellas de montos muy pequeños o muy grandes (las primeras son definidas aquí arbitrariamente como iguales o inferiores a $ 2,5 millones y las segundas como superiores a $ 40 millones[11]). Así, si se seleccionan sólo las colocaciones en moneda nacional de entre $ 2,5 millones y $ 40 millones, se tiene que estas corresponden al 32,58 % del total de colocaciones en moneda nacional. Si se supone una distribución uniforme y se aplica ese porcentaje a las operaciones en moneda nacional de entre 3 y 10 años, se llega a un monto de aproximadamente $ 137 mil millones, equivalentes a unos US$ 430 millones a septiembre de 1990.

El caso del leasing es aún más difícil de estimar, por la falta de información pública suficiente sobre sus operaciones. Aquí sólo se ha considerado el caso de aquellos leasing que se han "abierto". Esto es, aquellos que presentan FECU's o bien son filiales de bancos. No obstante, en estas empresas no existen antecedentes sobre la estratificación de sus operaciones, por lo que las cifras están necesariamente sobreestimadas.

Así, si consideramos sólo los leasing que son clasificados por la Comisión Clasificadora de Riesgo (Andino, Edwards, Santiago, Osorno, Santander, O'Higgins, CGL), se tiene a septiembre de 1990 un total de 5.324 contratos por un monto de $ 75.452 millones (unos US$ 237 millones). No se cuenta con información suficiente como para determinar un posible universo elegible más depurado. Pero, este universo es posiblemente mayor porcentualmente que en el caso de los bancos por la naturaleza de las operaciones de leasing. En efecto, por el tipo de usos asociados a estos créditos, es razonable pensar que no son muchas las operaciones por montos

[11] Es, por cierto, factible ampliar este rango de modo tal de incluir operaciones tanto por montos menores como mayores. Los préstamos más pequeños, sin embargo, pueden ser interesantes de securitizar dada su homogeneidad y el hecho que representan un 8,1 % del total de la cartera. Los préstamos mayores a $ 40 millones se ven más difíciles de securitizar por su heterogeneidad.

demasiado pequeños, como también que las operaciones por montos significativos en bienes de poco mercado secundario son también limitadas.

Así entonces, una medida conservadora del posible universo elegible de operaciones de leasing a securitizar puede derivarse de la aplicación del mismo porcentaje elegible para el caso de los bancos (32,58 %). Esto da un universo depurado de $ 24.582 millones (aproximadamente US$ 77 millones).

En suma, se tiene como primera aproximación un total securitizable entre bancos y compañías de leasing de algo más de US$ 507 millones.

La anterior cifra es, por cierto, una estimación muy gruesa que sólo cabe utilizar para tener una primera impresión general del potencial de la securitización. Por los distintos elementos señalados contiene tanto factores que implican una subestimación como otros que implican una sobreestimación del potencial total.

Un elemento relevante que hay que destacar, es que muchas operaciones factibles no se están actualmente realizando por problemas de "funding" adecuado por parte de las entidades financieras. Este es el caso, como se señaló antes, de muchas inversiones que requieren de recursos a mediano plazo y que pueden representar un interesante potencial. Más aún, este mecanismo de la securitización puede idearse incluso para el financiamiento de proyectos de largo plazo por montos relativamente significativos, en la medida en que se logre una adecuada diversificación de los entes securitizadores[12].

[12] Ver al respecto los comentarios relativos a la posibilidad de securitizar parte de la actual cartera de CORFO, que se presentan más adelante.

IV. DEUDA NO BANCARIA SECURITIZADA

1. Concepto

El concepto es análogo al de deuda securitizada bancaria. La única diferencia es que el acreedor original es, en este caso, una empresa no bancaria. Este es, por ejemplo, el caso de las filiales de los grandes importadores y distribuidores automotrices dedicadas al financiamiento de vehículos, y de las grandes tiendas que emiten sus tarjetas de crédito, como también de emisores no bancarios de tarjetas de crédito.

2. Alternativas

Aquí también existen varias opciones, tanto del tipo "pass–through" como de Bonos Garantizados con Cuentas por Cobrar. En el caso chileno y considerando las empresas acreedoras que tienen un potencial interesante, más que realizar la securitización a través de filiales de esas empresas, se ve más atractiva la utilización del esquema de fondo de inversiones, con dos opciones básicas:

a) Que sea la empresa acreedora original la que emita documentos garantizados con sus cuentas por cobrar y que el fondo adquiera esos documentos, y

b) Que el fondo adquiera directamente las cuentas por cobrar.

Como siempre, en ambos casos el acreedor original mantiene la administración plena de la cartera de deudores.

3. Problemas

Un problema general que se da en Chile es la escasez de empresas que tengan carteras por cobrar suficientemente grandes y atomizadas. En los EE.UU., por ejemplo, las grandes operaciones se han realizado en el rubro de financiamiento automotriz, a través de filiales de compañías como General Motors, Chrysler o Nissan. Por ello, en Chile esta opción es menos relevante, aunque sí de interés como parte de la cartera de un fondo de inversiones.

Adicionalmente, en especial en la opción a) anterior, puede haber problemas legales por incursionar en actividades muy cercanas a la bancaria.

Por esto, es más factible pensar en que fondos de inversión especializados en securitizar deudas, tengan como parte minoritaria de su cartera de inversiones acreencias originalmente pertenecientes a entidades no bancarias y no que existan fondos con carteras concentradas en este tipo de activos.

Sin embargo, existen en Chile cierto tipo de empresas, algunas de gran tamaño, que podrían utilizar intensivamente la opción de securitizar sus acreencias. Este es el caso de empresas que otorgan financiamiento a sus proveedores mediante préstamos en dinero o insumos, los que son cancelados posteriormente al momento de entregar su producción. Ejemplos importantes son entidades como la IANSA, que financia parte importante del capital de trabajo de los productores remolacheros; los traders y empresas conserveras que financian parte de los costos de los productores de fruta y, de otras empresas como ENAMI y, potencialmente, los grandes supermercados.

4. Extensión al caso de ingresos futuros

Aquí, más que securitizar cuentas por cobrar efectivamente devengadas, se trata de securitizar futuras cuentas por cobrar. Por ejemplo, el caso de una compañía de teléfonos que utiliza parte de sus ingresos futuros por cuentas telefónicas para adelantar la obtención de fondos. Casos similares son los de otras empresas de servicios públicos y de emisores de tarjetas de crédito.

Aquí también se dan tres modalidades básicas:

a) Una tipo "pay–through", en la cual el ente securitizador compra esos futuros ingresos del emisor y emite un título contra ellos. Este título puede ser un bono garantizado con esos ingresos futuros (caso de una sociedad de inversiones), o bien una cuota de participación (caso de un fondo de inversiones). Asimismo, el ente securitizador recibe los montos que se vayan recaudando, sin ninguna garantía de pago por parte del emisor.

b) El esquema es similar al anterior, pero el emisor asegura al ente securitizador un determinado flujo. Si los montos recaudados son inferiores a los pactados, el emisor debe efectuar pagos compensatorios; si son superiores, el pago se realiza con lo recaudado y el exceso es del emisor. Como se puede apreciar, en este caso se trata más bien de una deuda garantizada con ingresos futuros.

c) Una en la cual la empresa emite bonos u otros títulos garantizados con los flujos de ingresos futuros correspondientes a las cuentas de sus clientes. Estos bonos son adquiridos directamente por inversionistas institucionales.

Cada una de estas opciones tiene sus propias consecuencias desde el punto de vista del emisor, la clasificación de riesgo y del inversionista. En el caso a), por

tratarse de una efectiva cesión de los derechos, no se afecta el leverage del emisor, pero sí se deteriora la calidad del resto de su deuda al verse reducidos los ingresos futuros del emisor. En los casos b) y c), se da un incremento efectivo en el leverage del emisor, produciéndose también un deterioro en la calidad del resto de la deuda. Al igual que en cualquier situación de incremento de deuda, las consecuencias para la clasificación de riesgo depende tanto del monto de la operación, de la situación general del emisor como del uso de los fondos y su retorno esperado.

En todos estos casos debe analizarse el problema de valorización de las carteras a ser securitizadas. En principio, el problema es simple, toda vez que se trata de derechos sobre ingresos de un universo altamente homogéneo y atomizado, lo cual es ideal para realizar una securitización. Sin embargo, la necesidad de tener que proyectar los ingresos futuros de negocios que pueden ser bastante complejos, puede llevar a altos costos de transacción. Estos pueden reducirse en la medida en que la empresa o un banco o compañía de seguros pueda garantizar ciertos pagos mínimos.

5. Dimensionamiento del potencial

Existen varias empresas que eventualmente podrían encontrar atractiva la securitización de sus acreencias, cuentas por cobrar e ingresos futuros.

Dentro de las empresas con importantes cuentas por cobrar y que tienen una información suficientemente abierta, destaca el caso de IANSA. Esta empresa actúa como una especie de banco de fomento con respecto a sus agricultores proveedores, principalmente productores de remolacha para la fabricación de azúcar.

IANSA hace un seguimiento muy estrecho de sus proveedores remolacheros, incluyendo asistencia técnica, visitas periódicas y desembolsos según estado de avance

de las faenas. Asimismo, dado que es el único poder comprador de remolacha, se asegura el pago mediante la liquidación de sus adquisiciones netas de los montos adeudados por los proveedores.

En términos de montos, el financiamiento entregado por IANSA es de aproximadamente US$ 50 millones. Para dar este financiamiento, la empresa recurre actualmente al mercado bancario como proveedor de fondos. Mediante la securitización de sus acreencias con los proveedores podría sustituir buena parte de dicho financiamiento.

Existen otras empresas que operan de una forma similar a IANSA con respecto a sus proveedores. Sin embargo, la mayoría de ellas son sociedades cerradas sobre las cuales no se obtuvo información adecuada como para dimensionar su potencial securitizable. Este es el caso de otros productores agroindustriales como Malloa, algunas viñas grandes, traders y conserveros. En todo caso, se estima que los valores son significativamente menores que los de IANSA.

Otro tipo de empresas con activos securitizables son aquellas que tienen importantes cuentas por cobrar con sus clientes, como las grandes cadenas de tiendas que operan con sus propias tarjetas de crédito (Falabella, Almacenes París, Ripley) y empresas automotrices que dan crédito directo con prenda sobre los vehículos (GMAC).

Un caso especial, con un gran potencial, es el de la Corporación de Fomento de la Producción CORFO. Esta entidad está definiendo un plan para transformarse en una suerte de "banco de segundo piso". Esto es, una entidad que otorga financiamiento a las instituciones financieras y sociedades de leasing para que estos efectúen préstamos directos a sus clientes para fines de inversión, pero que no opera entregando directamente los créditos a los usuarios finales. Como parte de este plan,

ya se han efectuado interesantes licitaciones de fondos en el marco de los programas BID y Banco Mundial, como también algunas licitaciones de su cartera antigua.

Dicha cartera de CORFO es actualmente de unos US$ 700 millones. De este total hay una parte importante que es muy difícil de securitizar por su heterogeneidad y por los montos involucrados. Sin embargo, es razonable pensar que un monto significativo califica como securitizable.

Ahora bien, aparentemente, la idea de CORFO al enajenar esta cartera es abandonar la relación directa con el usuario final y trasladarla hacia las entidades financieras. Desde esta perspectiva, es claro que un ente securitizador no es la instancia adecuada. Sin embargo, sí se puede idear un esquema en el cual participe simultáneamente una institución financiera y un ente securitizador en la adjudicación de un paquete de créditos.

El ente securitizador adquiriría los créditos, pero delegaría, mediante un contrato adecuado, a la institución financiera su administración en los términos usuales a una operación de securitización entre un banco y un ente securitizador.

Por los montos asociados y el posible interés de CORFO de enajenar al menos una parte de su cartera de préstamos, es claro que las perspectivas que se abren son altamente interesantes para la realización de operaciones de securitización en volúmenes suficientemente atractivos para los fondos de pensiones.

Un último caso interesante de discutir es de la posibilidad de securitizar ingresos futuros de empresas que tienen una facturación relativamente estable, dispersa y homogénea. Un ejemplo típico es de empresas de "utilidad pública", como las compañías telefónicas y de telecomunicaciones. A modo de ejemplo, se puede mencionar el caso de ENTEL CHILE con sus ingresos provenientes del extranjero.

Como consecuencia de los mecanismos establecidos a nivel internacional entre los distintos transportadores de señales de larga distancia, ENTEL recibe mensualmente, en promedio, un monto de aproximadamente US$ 2 millones (US$ 24 millones anuales). De este total, se considera que alrededor de un 35 por ciento es fácilmente securitizable por su estabilidad en cuanto a quién es el pagador. Así, se está hablando de un potencial de unos US$ 9 millones anuales.

Un esquema de securitización factible de llevar a cabo implicaría la adquisición por parte del ente securitizador de todo o parte de esos ingresos futuros por un período de tiempo, posiblemente con algún tipo de mecanismo tendiente a asegurar ciertos mínimos y máximos durante la vigencia del contrato.

Por medio de este mecanismo, ENTEL podría financiar sus constantes necesidades de inversión o sustituir parte de sus actuales emisiones de bonos. En términos de montos involucrados, se puede pensar en la adquisición de ingresos en el rango de entre 5 y 10 años. Esto es, entre US$ 45 millones y US$ 90 millones.

V. TITULOS EXTERNOS

Las modificaciones al DL 3.500 permiten a los fondos de pensiones invertir en determinados instrumentos de primera calidad emitidos por entidades residentes en el exterior. Sin embargo, el Banco Central no ha regulado aún estas operaciones, por lo cual no están autorizadas en la práctica. Una opción para poder incorporar indirectamente este tipo de activos en el portafolio de inversiones de los fondos es a través de un ente intermedio. Este puede ser una sociedad de inversiones o bien un fondo de inversión.

Bajo esta modalidad, el ente intermedio adquiere en el exterior determinados valores de primera calidad y emite contra ellos títulos de oferta pública. Si se trata de una sociedad de inversiones, la emisión correspondería a bonos garantizados con esos títulos externos; si es un fondo de inversiones, se trataría de cuotas de participación.

Desde un punto de vista normativo, la operación a través de una sociedad de inversiones no tiene inconvenientes al amparo de las actuales disposiciones cambiarias. Sin embargo, se requeriría de una adecuación de los procedimientos de clasificación de riesgo para incorporar adecuadamente este tipo de sociedades. Asimismo, en la modalidad de fondo de inversión se requeriría la autorización de la Superintendencia de Valores y Seguros para la calificación de los títulos externos como "otros valores o instrumentos que autorice la Superintendencia", lo que implicaría que el fondo de inversiones sea uno de capital de riesgo, con los problemas normativos antes señalados.

Desde un punto de vista práctico, la inversión de fondos previsionales en el exterior por esta vía difícilmente tiene una mayor factibilidad de rápida autorización por parte de las autoridades que la inversión directa. Sin embargo, la inversión indirecta a través participaciones en fondos de inversión tiene la ventaja de ser realizada en un instrumento de oferta pública en Chile.

Un aspecto adicional que debe ser considerado es el de la moneda en que se expresa la inversión. Una alternativa es que, al igual que los títulos primarios, los títulos que emita el fondo respectivo estén expresados en dólares o en moneda nacional reajustable según el tipo de cambio; si el fondo tiene también cartera en pesos o unidades de fomento, esto implica que las cuotas fluctúen de precio según las fluctuaciones cambiarias correspondientes. Esto puede significar un cierto riesgo en términos de rentabilidad medida en pesos, pero también implica una una mayor

diversificación. Alternativamente, puede pensarse en estabilizar las fluctuaciones cambiarias por medio de contratos a futuro. Esta opción puede ser interesante, en especial, si el ente intermediador es una sociedad de inversiones y emite bonos expresados en unidades de fomento.

La valorización de estas inversiones no se ven problemáticas, toda vez que corresponden a valores con una alta presencia en los principales mercados internacionales, sobre los cuales se cuenta con información altamente detallada en forma diaria. Esta información incluye las correspondientes cotizaciones, como también, en los casos pertinentes, las clasificaciones de riesgo dadas por Standard & Poor o Moody's.

Dado el tipo de valores que respaldan los títulos emitidos por los entes securitizadores, las clasificaciones de riesgo son relativamente simple, debiendo centrarse en los aspectos de manejo de posiciones y en las características de administración y propiedad del ente securitizador.

VI. FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS MEDIANOS Y PEQUEÑOS

Una opción interesante de inversión a mediano plazo para los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales es la participación directa en el financiamiento de ciertos proyectos, de un tamaño no demasiado significativo. Adicionalmente a las opciones de financiamiento vía bonos, existe la posibilidad de utilizar la figura de los fondos de capital de riesgo, aun cuando en muchos casos no se trate exactamente del concepto usual de capital de riesgo.

1. Concepto

El concepto de capital de riesgo en la legislación sobre fondos de inversión se refiere a aportes de capital o de fondos prestados para financiar nuevos proyectos o ampliar los existentes, sin que los títulos representativos de deuda o capital, según el caso, estén inscritos en la Superintendencia.

Sin embargo, el uso más frecuente del concepto[13] se refiere a aportes de capital por períodos de tiempo predeterminados, normalmente alrededor de 5 años, también con el propósito de financiar nuevos proyectos.

El espíritu es que el aportante del capital de riesgo sea siempre socio minoritario, de modo tal que el empresario sea quien administre cabalmente el negocio, utilizando su propia capacidad empresarial, sin perjuicio de los derechos de vigilancia del socio minoritario.

Quien aporta el capital de riesgo lo hace con el único objetivo de obtener una rentabilidad interesante en el mediano plazo, sin pretender configurar una cadena de empresas, ni de lograr el control de la empresa en el futuro. Más aun, la idea es que sea un aporte de capital por un plazo determinado y no permanente.

Usualmente, se pacta una permanencia del aportante de capital de riesgo por un plazo fijo, al cabo del cual debe enajenar su participación, en la medida en que las condiciones de la empresa lo permitan. El socio mayoritario tiene una opción preferente de compra, en condiciones previamente pactadas. Sólo si éste no ejerce

[13] El concepto de capital de riesgo es un tanto equívoco y corresponde a una traducción no muy adecuada de la expresión en inglés "venture capital". La idea no es, por cierto, que los proyectos sean de riesgo superior a lo normal o que sean una suerte de "aventura". Más bien se trata de proyectos nuevos, posiblemente con un componente tecnológico o innovativo importante, pero no de negocios mal definidos o pobremente evaluados.

la opción, se enajenan las acciones en un mercado secundario formal o mediante un procedimiento transparente.

2. Consideraciones operativas

Existen múltiples formas de estructurar un ente cuyo giro sea el aporte de capital de riesgo. En Chile es claro que la forma más lógica de hacerlo es por la vía de los fondos de inversión establecidos por la Ley N° 18.815. Otras opciones, por ejemplo a través de sociedades de inversión que financien proyectos y emitan bonos, son también factibles, pero se ven menos atractivas por problemas de leverage y clasificación de riesgo, pero no deben descartarse.

Es importante enfatizar la necesidad que el fondo de inversión o sociedad de inversiones especializada tenga una cartera de proyectos suficientemente amplia. Por la naturaleza de las inversiones, siempre un buen número de los proyectos va a fracasar total o parcialmente, mucho más allá de lo que ocurre con el financiamiento de proyectos marginales en empresas plenamente consolidadas. Así, la rentabilidad del negocio de capital de riesgo está necesariamente unida, además de la calidad de las evaluaciones económicas de los proyectos, a consideraciones probabilísticas.

Puesto de otra forma, sólo en la medida en que la cartera de proyectos financiados sea suficientemente amplia, se podrá tener una estabilidad razonable de los retornos de la inversión. La concentración es, en este caso particular, mucho más riesgosa que en el negocio bancario tradicional.

La infraestructura requerida por un fondo de capital de riesgo es mayor que la de un ente securitizador como los anteriormente descritos. Aunque algunas labores operativas podrían contratarse con instituciones externas, como los bancos, el fondo

debe tener necesariamente un apoyo comercial y, muy en especial, una unidad de evaluación de proyectos.

Lo anterior, no obstante, no significa necesariamente una infraestructura organizacional pesada. Unos pocos ejecutivos de cuenta pueden cumplir adecuadamente la función comercial. Al mismo tiempo, la evaluación de proyectos se refiere más bien a la capacidad de revisar evaluaciones realizadas por terceros, que son normalmente una responsabilidad del empresario que busca un socio.

La clasificación de riesgo, por su parte, debe definirse de modo tal de reconocer la verdadera naturaleza del negocio: el financiamiento de múltiples proyectos individuales, cada uno de los cuales tiene una determinada probabilidad de fracaso relativamente alta, pero que en conjunto presentan una interesante rentabilidad esperada.

En este sentido, la normativa que ha emitido la Superintendencia de Valores para efectos de la clasificación privada de los fondos de inversión no es adecuada. Ella simplemente asigna categoría 2 a los fondos de inversión de capital de riesgo, partiendo de la premisa que éstos son, casi por definición, más riesgosos que lo normal.

Una aproximación más apropiada es evaluar la cartera de proyectos, tanto en forma individual (al estilo de las clasificaciones de cartera de la Superintendencia de Bancos) como en cuanto a portafolio, analizar la dispersión, las brechas financieras y, como siempre, las variables relativas a la administración y propiedad del administrador del fondo.

ANEXO[14]

I. SECURITIZACION

Se entiende por securitización la conversión de créditos bancarios u otros activos en instrumentos (securities[15]) que se venden a inversionistas. Virtualmente, cualquier obligación de deuda con un flujo de pagos de intereses y principal regularmente establecido, puede ser securitizada: créditos automotrices, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, arriendo de equipos (leasing), créditos hipotecarios, otras cuentas por cobrar, etc. Cuando estos créditos son securitizados, los "pools" de activos que respaldan una emisión particular son transferidos a un fideicomisario, el cual actúa como una entidad pasiva que emite los "securities" que son comprados por los inversionistas.

1. Desarrollo de la securitización en Estados Unidos

La securitización comenzó en 1970 con algunos tipos de "securities" respaldados por créditos hipotecarios. Durante los años setenta, el volumen de estos "securities" creció vigorosamente, desde US$3.000 millones en 1970 a US$100.000 millones en 1980. A fines de 1984, dicha cifra se había triplicado.

Este rápido crecimiento se explica, en gran medida, debido a que estos instrumentos representan, para los inversionistas, una buena combinación de alta rentabilidad y bajo riesgo.

---

[14] En la elaboración de este anexo participó Jaime Crispi Lago.

[15] Por security se entiende cualquier certificado que acredite derechos de propiedad respecto a una compañía (acción), respecto a una obligación de deuda de un tercero (bonos) y los derechos de propiedad implicados por opciones y warrants.

Los "securities" respaldados por activos, ABS (asset-backed securities), diferentes de hipotecas, fueron introducidos en 1985. Su volumen también ha crecido rápidamente, alcanzando a fines de 1989 la cifra de US$44.000 millones.

2. A quién sirve la securitización

Los grandes inversionistas institucionales como son las compañías de seguros y los fondos de pensiones tienen pasivos de largo plazo, pero carecen, por lo general, de mecanismos que les permitan realizar, directamente, préstamos de largo plazo, tales como los hipotecarios, o están regulados de manera tal que no pueden hacer este tipo de operaciones. Las compañías de ahorro y préstamo, por otra parte, tienen pasivos de corto plazo y tienen ventajas comparativas en el otorgamiento de tales créditos. La securitización permite conectar los fondos de largo plazo de los fondos de pensiones, por ejemplo, con los activos de largo plazo de las asociaciones de ahorro y préstamo, permitiendo un mayor flujo de capitales hacia el mercado del crédito hipotecario, dándole la posibilidad a los inversionistas institucionales de invertir en activos cuyo plazo de maduración se ajuste mejor al plazo de sus pasivos.

3. Qué se puede securitizar

No todas las deudas son fáciles de securitizar por las variaciones que existen en los plazos de los préstamos, las estructuras de éstos y las características propias de cada deudor, lo que puede llevar a que los costos de la securitización sean mayores que sus beneficios. En general los costos de la securitización son administrativos ; las comisiones de los bancos de inversión, los costos de proveer información a los inversionistas y a las agencias evaluadoras y en algunos casos los costos de los seguros privados. Los beneficios de la securitización, por otra parte, incluyen la protección frente al riesgo de tasa de interés, mayor liquidez para los acreedores originales e

inversionistas y nuevas y más baratas formas de captar recursos para las instituciones crediticias.

Para que una deuda sea securitizable debe cumplir con ciertas características generales. Un aspecto importante es el riesgo del instrumento, a mayor riesgo mayor retorno se le exige a éste y si el retorno del instrumento es mayor que el retorno promedio del "pool" de préstamos que lo respalda, el beneficio de la securitización se puede disipar. Por otro lado, si el riesgo de los instrumentos es muy alto, tal que están clasificadas bajo BBB o Baa, los inversionistas institucionales, que están regulados en sus inversiones, no podrán invertir en ellos. El riesgo puede ser reducido a través de la sobrecolateralización, utilizando fondos de reserva o mediante seguros privados. La fijación de la prima del seguro depende en este caso no sólo del riesgo del portfolio de créditos, sino que además de los costos de evaluarlo. Este último, en el caso de portfolios muy complejos, puede eliminar los beneficios de la securitización al aumentar desproporcionadamente el costo del seguro. La facilidad para evaluar el pool de préstamos que sirven de colateral, tanto por parte de los aseguradores como por las agencias clasificadoras, constituyen una de las claves de la securitización. Otra condición que también requiere un pool de préstamos para ser securitizado, es tener un patrón definido de pagos por un período al menos de un año y medio a dos años. Los préstamos hipotecarios son un buen ejemplo de préstamos fácilmente securitizables por el hecho de que son fácilmente evaluables y por la existencia de un mercado secundario para este tipo de deudas. Existe, a su vez, información sobre las tasas de no pago históricas y la estructura y plazos de estos préstamos está bastante estandarizada. Los créditos comerciales e industriales, por otro lado, resultan difíciles de ser securitizados por la poca homogeneidad en plazos y estructura que presentan. Lo mismo respecto al colateral, que difiere de un crédito a otro (cuando existe) y la dificultad para predecir las tasas de prepago, razón por la que los bancos podrían securitizar sólo algunos créditos de muy alta calidad. Esto dejaría a los bancos con portfolios muy riesgosos, exponiendo a los depositantes

no asegurados y a los accionistas a un alto riesgo, situación que no sería tolerada por las agencias reguladoras y aquellas que garantizan los depósitos. Existen, sin embargo, otras alternativas menos costosas a la securitización en el caso de estos créditos, como es la venta directa de los créditos completos o la emisión de efectos de comercio.

El mercado de papeles comerciales ha crecido muy fuertemente en los últimos años en relación a lo que ha crecido el crédito bancario y los bancos comerciales están comenzando ya a sentir el efecto de que importantes compañías con buenas evaluaciones de crédito (sus clientes tradicionales) están acudiendo directamente a los mercados de capitales para obtener financiamiento mientras que algunas firmas más pequeñas comienzan a securitizar sus activos respaldándolos con cuentas por cobrar de bajo riesgo, para emitir papeles comerciales, y otros tipo de instrumentos de deuda directa al público, accediendo directamente a los mercados financieros.

4. Mortgage Backed Securities

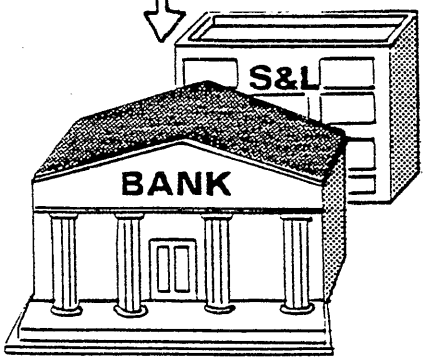
Existen tres tipos distintos de "securities" que están respaldados por créditos hipotecarios: los "Mortgage Backed Pass Throughs", los "Mortgage Backed Bonds" y los "Mortgage Backed Pay Throughs". Estos tipos de "securities" están todos clasificados en AAA o tienen el respaldo del gobierno federal y ofrecen las más atractivas rentabilidades del mercado de instrumentos de renta fija de alta calidad.

4.1 Pass Throughs

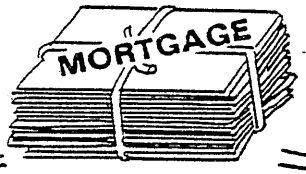
Los "Mortgage Backed Pass Through" consisten en instrumentos que representa propiedad directa de un portfolio de créditos hipotecarios de similar maduración, tasa de interés y calidad. El portfolio es comprado y mantenido por un fideicomisario, quien emite certificados de propiedad que son vendidos a los inversionistas. El



Instituciones financieras
otorgan créditos hipotecarios



Las hipotecas son empaquetadas
y vendidas como "securities"



Estos "securities" se dividen
en tres grandes tipos

"PASS-THROUGHS"

- Propiedad de las hipotecas es traspasada al inversionista
- Pagos de intereses y principal se traspasa directamente al inversionista
- La deuda no aparece en los estados financieros del banco
- Los bancos cobran un cargo a los inversionistas por los servicios prestados

"MORTGAGE-BACKED"

- La propiedad de la hipoteca permanece en el emisor
- Los pagos de intereses y principal no son traspasados directamente a los inversionistas
- Los MBB aparecen como un pasivo del emisor, mientras que las hipotecas aparecen como un activo

"PAY-THROUGHS"

- La propiedad de la hipoteca permanece en el emisor
- Los pagos de intereses y principal son traspasados directamente a los inversionistas
- El instrumento emitido ("pay-through") aparece como una deuda del banco

acreedor original (un banco, por ejemplo) recibe los pagos de intereses y principal y los traspasa directamente a los inversionistas (tenedores de los certificados de participación) descontando un cargo por sus servicios. La propiedad sobre el portfolio de créditos hipotecarios es del inversionista y por lo tanto los "pass throughs" no constituyen obligaciones del acreedor original del crédito; en consecuencia, no aparecen en los estados financieros de éstos. Los primeros "pass throughs" (GNMA-PTC, pass-through certificate emitidos por el Government National Mortgage Association) aparecieron en 1970 y fueron introducidos por la agencia gubernamental conocida como "Ginnie Mae" (GNMA). Estos instrumentos están respaldados por un "pool" de créditos hipotecarios (FHA-VA)[16] y los pagos periódicos de intereses como del principal están garantizados por el emisor. Por esta razón, los inversionistas prácticamente no enfrentan ningún riesgo de crédito y la existencia de un mercado secundario muy activo les asegura un alto grado de liquidez.

Otro tipo de "pass through" (FHLMC-PC, participation certificates emitidos por la Federal Home Loan Mortgage Corporation) es el que introdujo en 1971 la agencia del gobierno federal conocida como "Freddie Mac" (FHLMC). En 1981 otra agencia del gobierno federal, conocida como "Fannie Mae" (FNMA), introdujo otro tipo de "pass-through" (FNMA-MBS, mortgage backed security emitido por la Federal National Mortgage Association).

Estos "securities" están respaldados por portfolios de créditos hipotecarios no asegurados o asegurados por el sector privado. El pago mensual de intereses y el pago completo del principal, en el caso de los PC está asegurado por la Freddie Mac, pero el "timing" del pago del principal no está garantizado. Dado que estos créditos hipotecarios tienden a ser pagados más rápidamente que los FHA-VA, la vida promedio de un PC o un MBS es de alrededor de 7 a 9 años. La importancia

[16] Federal Housing Administration (FHA) y Veterans Administration (VA).

de estos instrumentos ha crecido enormemente en los Estados Unidos en los últimos años. Entre 1980 y 1985, el volumen en dólares de "pass-throughs" emitidos por las agencias federales se ha multiplicado por tres, representando en 1985 un 25% del total de créditos hipotecarios residenciales.

También existen pass throughs emitidos por el sector privado respaldados por "pools" de hipotecas convencionales que están respaldadas, a su vez, por seguros privados que cubren el "pool" completo. Sin embargo, el total de pass throughs emitidos por instituciones privadas ha sido bajo, en relación al total de este tipo de instrumentos.

Entre los mayores inversionistas en estos instrumentos están las instituciones de ahorro, las cuales los ocupan para substituir créditos hipotecarios completos por "pass throughs" con el objeto de incrementar la diversificación y liquidez de sus portfolios. En 1984, los "pass throughs" constituían un 15% de los activos de las instituciones de ahorro, un 8% de los activos de las compañías de seguros, un 7% de los activos de los bancos comerciales y un 5% de los activos de los fondos de pensiones.

4.2 Mortgage Backed Bonds (MBB)

Estos tipos de "securities" están, al igual que los pass throughs, colateralizados por un portfolio de créditos hipotecarios y en algunos casos por un portfolio de pass throughs. A diferencia de los pass throughs los MBB constituyen una obligación del emisor, por lo que el portfolio de créditos, usado como colateral, permanece como un activo en el balance del emisor y los MBB constituyen un pasivo. Además, los flujos de caja que provienen del colateral (la deuda hipotecaria) no se destinan directamente a los inversionistas. La maduración de los MBB está entre cinco y doce años; los intereses son generalmente pagados en una base semestral. Una característica de estos bonos, es que están usualmente sobrecolateralizados. El

colateral es evaluado trimestralmente, y si su valor está por debajo del nivel prescrito en el bono, deben agregarse al colateral más créditos hipotecarios o "securities". Hay distintas razones que justifican la sobrecolaterización de los MBB. Entre éstas, cabe señalar que el exceso de colateral provee protección adicional al tenedor del bono contra el riesgo de crédito de una hipoteca particular dentro del portfolio. Otra razón es que el exceso de colateral protege al tenedor del bono de caídas en el valor de mercado del colateral entre fechas de valorización. Aunque han existido emisiones de este tipo de bonos de parte del gobierno federal, la mayor parte de estos instrumentos han sido emitidos por instituciones del sector privado, básicamente asociaciones de ahorro y préstamo y bancos. El monto de las emisiones de estos instrumentos, sin embargo, ha sido mucho menor que las emisiones de "pass throughs". Esto se puede explicar por el hecho de que, en los MBB, los créditos hipotecarios que sirven de colateral permanecen en el balance del emisor y éste debe cubrirlos con alguna proporción de capital, lo que hace que la emisión de MBB resulte más costosa que la de "pass throughs".

4.3 Pay Throughs

Estos tipos de "securities" combinan algunas características de los pass throughs con algunas de los MBB. Los instrumentos están colateralizados por créditos hipotecarios y aparecen en el balance del emisor como deuda al igual que los MBB. Sin embargo, los flujos de caja que genera el "pool" de créditos hipotecarios se destinan directamente a los inversionistas, de manera similar a lo que ocurre con los "pass throughs".

Los primeros "pay throughs" (FHLMC-CMO, collaterized mortgage obligations emitidos por la Freddie Mac) fueron introducidos en 1983. Cada CMO emitido fue dividido en tres clases de maduración, recibiendo cada clase pagos de intereses semestrales. Los tenedores de CMO de clase 1, reciben con primera prioridad los

pagos de principal y cualquier prepago hasta que los instrumentos de clase 1 estén completamente cancelados. De igual modo, los tenedores de CMO de clase 2 reciben pagos de principal y prepagos con anterioridad a que los tenedores de CMO de clase 3 reciban pago de principal alguno.

Los primeros CMO emitidos por la Freddie Mac fueron estructurados de manera tal que los bonos de clase 1 fueron pagados dentro de un plazo de 5 años; los bonos de clase 2, en 12 años; y los bonos de clase 3, en 20 años.

Este tipo de esquema entrega mayor seguridad con respecto al "timing" de las amortizaciones, puesto que reduce, para un inversionista particular, el riesgo de prepago. Adicionalmente, permite a inversionistas que buscan bonos de maduración más corta, invertir en instrumentos hipotecarios. Los CMO se han desarrollado bastante desde las primeras emisiones hasta hoy, y algunos incluyen seis tipos distintos de maduración. El sector privado también ha participado en la emisión de "pay throughs", bancos de inversión y empresas constructoras se cuentan entre los mayores emisores de este tipo de "securities", colateralizados en muchos casos por "pass throughs" de agencias federales. Los intermediarios financieros del sector privado han sido más exitosos como emisores de CMO en relación a otros tipos de instrumentos respaldados por deuda hipotecaria. Al estar estas emisiones respaldadas casi en un 50% por "pass throughs" de agencias federales, entregan a los inversionistas instrumentos hipotecarios seguros y con una maduración más corta. El valor de esta protección y el costo de dividir los instrumentos hipotecarios en varias maduraciones se refleja en el "spread" entre las tasas de interés de los créditos originales y la de los CMO. Los mayores inversionistas en este tipo de instrumentos son las compañías de seguros, fondos de pensiones y bancos comerciales. La mayor proporción de los CMO de más larga maduración los tienen las compañías de seguro y fondos de pensiones, mientras que los de más corta maduración son mantenidos mayoritariamente por los bancos comerciales.

5. Otros tipos de deuda securitizadas

5.1 Certificates of Autobacked Securities (CAR)

El año 1985, por primera vez, se agruparon créditos automotrices y se vendieron como "securities" conocidos como los CAR que son "pass throughs" en los cuales el interés y principal del préstamo automotriz original son traspasados al tenedor del instrumento. Estos tipos de "securities", generalmente implican un cargo mayor para el inversionista por los servicios de cobranza, que los "securities" respaldados por créditos hipotecarios. Esto se debe a que los créditos automotrices requieren mayor control y el colateral (el automóvil) no mantiene su valor de la misma manera que un bien inmueble. La primera operación de este tipo la realizó "Salomon Brothers", al emitir CAR respaldados por un "pool" de préstamos automotrices, cada uno de los cuales tenía su propio seguro de crédito. Adicionalmente, el "pool" de créditos estaba asegurado en una compañía privada. Además, la Federal Reserve Board impuso requerimientos de reserva sobre las emisiones de los CAR. Los CAR han sido menos exitosos que los "pass throughs" de créditos hipotecarios. Menos de 0,5% de todos los préstamos automotrices han sido securitizados, sin embargo, recientemente el mercado de los CAR ha mostrado signos de mejoramiento.

5.2 Certificates of Amortizing Revolving Debts (CARD)

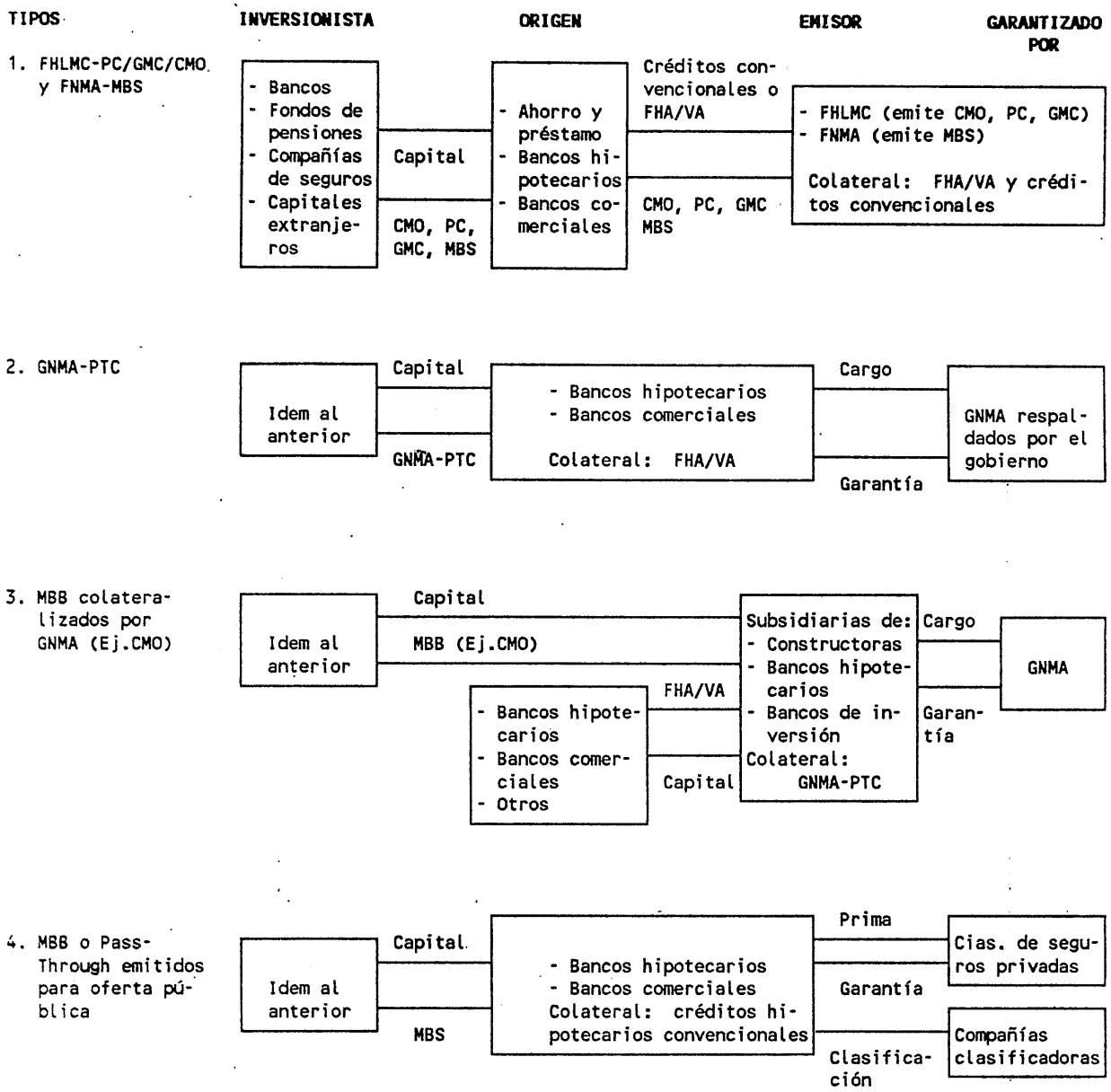
Las cuentas por cobrar de tarjetas de crédito también han sido securitizados a través de "pass throughs" respaldados por un "pool" de estas deudas. Salomon Brothers realizó la primera operación con este tipo de instrumentos en 1986 emitiendo CARD que no estaban clasificados y que tenían una maduración de 5 años. Durante los primeros 18 meses sólo los pagos de intereses eran traspasados a los inversionistas, usándose los pagos de principal durante este período para adquirir nuevas cuentas por cobrar. Después de los 18 meses los inversionistas

comenzaban a recibir el pago del principal. Dado que estos CARD no estaban garantizados por una tercera parte se estableció un fondo de reserva, que cubre dos veces el riesgo de crédito histórico de la deuda de la tarjeta de crédito, como garantía. Si a la maduración de los CARD no existe falencia de pago por parte de ningún deudor, el emisor recupera el valor total del fondo de reserva. Este concepto de fondo de reserva podría ser aplicado a otro tipo de "securities" respaldados por deuda, como por ejemplo los CAR, constituyendo una alternativa a los seguros privados.

5.3 Lease Receivables Backed Securities

Los "securities" respaldados por cuentas por cobrar de leasing y créditos comerciales son similares a los bonos respaldados por hipotecas. Papeles comerciales o bonos corporativos son colateralizados por cuentas por cobrar de leasing o créditos comerciales, permaneciendo la cuenta por cobrar en el estado financiero del emisor. Sin embargo, algunas compañías venden sus cuentas por cobrar a una subsidiaria que emite deuda respaldada por las cuentas por cobrar de la empresa matriz, a través de papeles comerciales, securitizando de esta manera estos activos.

SECURITIZACION DE HIPOTECAS



SERIE DE DOCUMENTOS DE TRABAJO

N°1 **Chile 1973-1984: Un caso de Política Económica,** Carlos F. Cáceres, Daniel Tapia, Francisco Rosende y Ximena González.

N°2 **Colombia 1973-1984: Un caso de Política Económica,** Carlos F. Cáceres, Daniel Tapia, Francisco Rosende y Ricardo Rainieri.

N°3 **Argentina 1973-1984: Un caso de Política Económica,** Carlos F. Cáceres, Daniel Tapia, Francisco Rosende y Felipe González.

N°4 **La Pobreza según la Encuesta de Presupuestos Familiares,** Alejandro Rojas y Ricardo Avello.

N°5 **Distribución Contractual: Un Estudio Empírico para Chile,** Rafael Macherone.

N°6 **Racionalidad Empresarial y Bien Común,** Carlos F. Cáceres.

N°7 **Salarios Mínimos e Ingreso de los Asalariados,** Alejandro Rojas.

N°8 **Proyecciones del Fondo de Pensiones y de sus Opciones de Inversión,** Manuel Brugal K., Alvaro Feller Sch., Rafael Macherone M., Rafael Menares G.

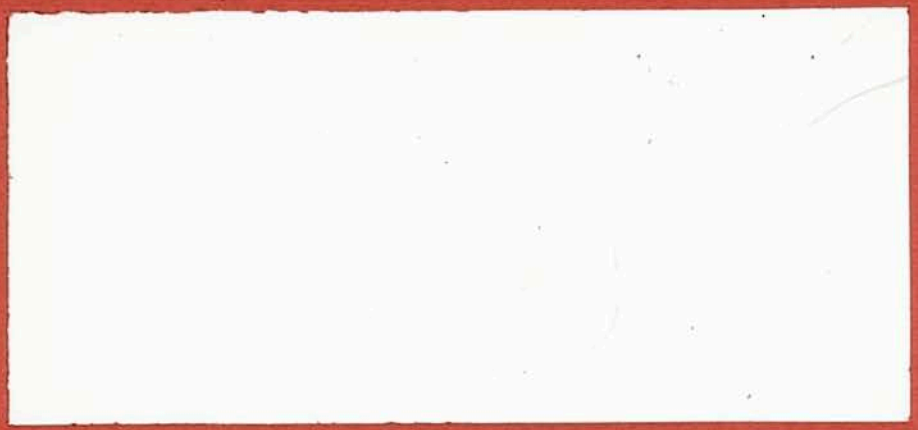
N°9 **Securitización: Una Nueva Alternativa de Inversión para los Fondos de Pensiones,** Alvaro Feller Sch. y Rafael Macherone M.

ARTCO-5512211

arch A.F.P.

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS

Xerox
Recuerdo imposible



Serie Documentos de Trabajo

VICIOS EN EL PROCESO DE COMERCIALIZACION DE RENTAS VITALICIAS Y SUS POSIBLES SOLUCIONES

Luis Hernán Paúl F.

Nº 165 - Octubre 1991

El Centro de Estudios Públicos, CEP, es una fundación de derecho privado, sin fines de lucro y de naturaleza académica, que se ocupa del cultivo, análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a un orden social libre. La institución se propone cumplir funciones orientadoras de la opinión pública a partir de la adhesión a las libertades personales y públicas, al derecho de propiedad privada concebido como resguardo a esas mismas libertades y a la democracia como forma pacífica y estable de gobierno.

La Serie *Documentos de Trabajo* del Centro de Estudios Públicos (ISSN 716-1123) es de responsabilidad de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de los editores. Toda colaboración, comentario y correspondencia debe dirigirse al Centro de Estudios Públicos, Monseñor Sótero Sanz 175, Santiago 9, Chile.

Impreso en los Talleres Gráficos del Centro de Estudios Públicos.

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS

MONSEÑOR SOTERO SANZ 175
TELEFONOS:2315324-2315325

SANTIAGO - CHILE

VICIOS EN EL PROCESO DE COMERCIALIZACION DE RENTAS VITALICIAS Y SUS POSIBLES SOLUCIONES*

Luis Hernán Paúl F.**

Documento de Trabajo Nº 165

Octubre 1991

*Agradezco la valiosa ayuda prestada por Ida Longeri en la elaboración de este artículo. Sin embargo, las opiniones y conclusiones del mismo son de exclusiva responsabilidad del autor.

**Ingeniero Civil de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Master en Administración de Empresas de Massachusetts Institute of Technology (MIT). Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Investigador del Centro de Estudios Públicos.

VICIOS EN EL PROCESO DE COMERCIALIZACION DE RENTAS VITALICIAS Y SUS POSIBLES SOLUCIONES

Resumen

Este estudio analiza algunas irregularidades que han venido ocurriendo en la comercialización de los llamados seguros de renta vitalicia. Básicamente estas irregularidades dicen relación con las prácticas de robo y compra de información utilizadas por algunos corredores de seguros para obtener antecedentes de los afiliados en condiciones de jubilarse. Se evalúan las consecuencias que estas anomalías tienen sobre los futuros jubilados, las A.F.P. y las compañías de seguros. El autor hace hincapié en que se puede producir un deterioro general de imagen del sistema de pensiones, lo que hace aconsejable regularizar esta situación. Concretamente se propone: mejorar la oferta posibilitando el acceso a todos los potenciales oferentes a la información de los futuros jubilados; establecer sanciones a aquellos que incurran en la entrega de alicientes a los jubilados para influenciar su decisión, y capacitar a los futuros pensionados sobre sus posibilidades de jubilación.

I. Introducción

Desde hace ya más de un año se han venido observando algunas irregularidades en el proceso de comercialización de los llamados seguros de renta vitalicia,[1] los cuales son uno de los mecanismos de jubilación más utilizados en el Sistema Previsional chileno.

Puntualmente, se han detectado anomalías en las prácticas que están utilizando algunos corredores de seguros para vender a los futuros jubilados sus servicios de apoyo en las gestiones requeridas para obtener una renta vitalicia.

---

[1] Se refiere a aquella modalidad de pensión que contrata un afiliado (o un beneficiario de éste en caso de muerte) con una Compañía de Seguros de Vida, en la que esta última, a cambio de los fondos previsionales acumulados por el afiliado durante su vida laboral, se obliga a pagar, en primer término, una renta mensual desde el momento que se suscribe el contrato de seguro (usualmente cuando se alcanza la edad de jubilación o bien antes en caso de invalidez o de jubilación anticipada) hasta su fallecimiento y, en segundo término, pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios, según corresponda.

En este trabajo se analiza este fenómeno a objeto de proponer algunas medidas de corrección a las autoridades y agentes que de alguna manera se ven afectados por su ocurrencia.

En la primera parte del trabajo se hace una descripción del problema existente. Luego, se entregan algunos antecedentes básicos sobre el proceso de comercialización de rentas vitalicias y se aclaran las principales consecuencias que está provocando este problema.

Posteriormente se analizan diversas medidas correctivas y se entregan, por último, las conclusiones y una propuesta específica de solución.

Adicionalmente, al final, hay un anexo en el que se describen los distintos caminos (vejez normal, vejez anticipada, invalidez y sobrevivencia) y modalidades de pensión (renta vitalicia inmediata, renta temporal con renta vitalicia diferida y retiro programado) que existen en el Sistema Previsional chileno.

II. Descripción del problema

Una de las irregularidades más graves que se han detectado tiene relación con las prácticas de robo y compra de información que están siendo utilizadas por algunos corredores de seguros para obtener antecedentes de los afiliados que están en condiciones de jubilarse, ya sea por vejez anticipada, invalidez o sobrevivencia, para así adelantarse a ofrecer a éstos sus servicios de apoyo en las gestiones requeridas para obtener una renta vitalicia.

El interés de parte de los corredores es motivado por las comisiones que reciben de las Compañías de Seguros por las rentas vitalicias que les suscriben. Dichas comisiones han alcanzado valores bastante significativos en el último tiempo.[2]

---

[2]Se sabe de varios casos en los que la comisión entregada al corredor de seguros ha alcanzado al 6 por ciento de los fondos acumulados por los pensionados, lo cual significa cifras que, para el caso de afiliados con fondos de entre $ 10 millones y $ 40 millones, fluctúan entre $ 600.000 y $ 2,4 millones. Estos montos resultan cuantiosos para el tiempo y capacitación requeridos para el otorgamiento del servicio de gestionamiento de la jubilación.

Ahora, lo más delicado es que, en este contexto, los corredores tienen fuertes incentivos para ofrecer las alternativas de rentas vitalicias que les generan mayores comisiones, las cuales generalmente no son las más convenientes para los futuros jubilados.

Las anomalías planteadas surgen porque el mercado de rentas vitalicias presenta algunas dificultades particulares que restan eficiencia a su funcionamiento. Por una parte, los demandantes de este producto, normalmente, no tienen el conocimiento y la capacidad requeridos para seleccionar la renta vitalicia que mejor se adapta a sus necesidades y que presenta mejores condiciones en materia de rentabilidad y riesgo. Y esto no es fácil de solucionar, ya que no sólo se trata de un producto que es difícil de comparar por las diversas variables que considera, sino también se trata de un producto que los afiliados requieren sólo una vez en su vida.

Por otra parte, también hay problemas con el funcionamiento de la oferta de rentas vitalicias. Si bien éste es un mercado abierto al cual ha entrado una cantidad importante de competidores en el último tiempo, ocurre que no todos los oferentes logran mostrar su producto a los demandantes, porque algunos corredores se adelantan y comprometen a los afiliados antes que el resto de la oferta se presente. Uno de los mecanismos más utilizados para lograr este anticipo, tal como se mencionó anteriormente, es la compra de información de los potenciales jubilados a personas que trabajan o están relacionadas con AFP, INP u otras instituciones que mantienen información de los afiliados.

Incluso, algunos corredores a veces dan alicientes en la forma de pagos de dinero efectivo, entrega de televisores, prestación de servicios personales, etc. a cambio de que los futuros jubilados opten por las alternativas de renta vitalicia que les producen mayores comisiones. A veces son los mismos futuros jubilados los que solicitan los alicientes. En ambos casos lo que se logra es que éstos reciban indirectamente parte de las comisiones que van a los corredores.

Otra práctica que es utilizada por algunos corredores es la de pedir a los futuros jubilados que les otorguen un poder que los faculte para actuar por ellos en el proceso de obtención de la renta vitalicia, argumentando que así se podrá acelerar dicho proceso y ahorrar tiempo al futuro jubilado.

Por desgracia, todas estas prácticas llevan a que la competencia en este mercado se base más en aspectos como la oportunidad, poder de convicción y atractivo de los arreglos ofrecidos por los corredores y menos en la calidad de las rentas vitalicias ofrecidas.

III. Comercialización de rentas vitalicias

Si bien las Compañías de Seguros de Vida son los únicos agentes autorizados a vender rentas vitalicias, el proceso de comercialización de este producto se puede efectuar por dos vías alternativas. Lo pueden hacer las compañías directamente a través de sus sucursales y agentes propios, o bien indirectamente a través de corredores de seguros independientes.

Los agentes de las compañías de seguros sólo ofrecen a los clientes las variantes de seguro de renta vitalicia que tiene su compañía. Ellos normalmente son remunerados con un sueldo fijo bajo y una comisión que fluctúa aproximadamante entre el 1 y 2 por ciento de sus ventas.

Los corredores de seguros, en cambio, pueden ofrecer diversos tipos de rentas vitalicias de distintas compañías. Sin embargo, como su remuneración es la comisión que pagan las distintas compañías, tienen fuertes incentivos para ofrecer las rentas vitalicias con las que obtienen mayores comisiones. En este caso las comisiones fluctúan normalmente entre un 3 y un 6 por ciento de sus ventas.

A continuación se indica el porcentaje de las ventas de rentas vitalicias que han realizado las compañías directamente a través de sucursales y agentes propios y el porcentaje que han realizado indirectamente a través de corredores en los dos últimos años.

	1989	1990
Directo (Sucursales y Agentes)	49,7 %	38,9 %
Indirecto (Corredores)	50,3 %	61,1 %

Se observa que los corredores son una importante vía de comercialización de rentas vitalicias, lo que explica en parte el interés de las compañías por mantenerse relacionados con éstos, no obstante, el mayor costo en comisiones (aproximadamente entre un 2 y un 4 por ciento de las ventas) que esto les significa en comparación con la posibilidad de utilizar sólo su propia fuerza de venta.

Esta diferencia de costos tan significativa no es propia de los mercados eficientes en los que tienden a imponerse los intermediarios que operan con menores costos de transacción. En el caso del mercado de rentas vitalicias, sin embargo, pareciera que las diferencias entre

las prácticas de venta utilizadas por los corredores y los agentes llevan a que se produzca esta curiosa situación.

Es interesante notar, además, que en la práctica la mayoría de las compañías operan casi exclusivamente con corredores independientes. De hecho, hay muy pocas compañías que cuentan con un grupo de agentes propios de relativa significación (básicamente Consorcio Nacional, Santander y La Construcción).

Ahora, si se suman las rentas vitalicias vendidas directamente a través de sucursales y agentes con aquellas vendidas indirectamente a través de corredores, a nivel de cada compañía, se obtienen las participaciones de mercado que aparecen a continuación.

CUADRO Nº 1
Participación de Mercado de Compañías de Seguros de Vida
en Rentas Vitalicias

	1988 %	1989 %	1990 %
Aetna Chile	27,58	22,95	11,77
Chilena Consolidada	0,77	4,00	0,39
Compensa	—	—	2,12
Consorcio Nacional	46,68	32,10	16,93
Construcción	8,44	20,22	13,11
Continental	—	—	3,64
Cruz Blanca	—	1,63	5,45
Euroamérica	—	3,88	3,23
Interamericana	3,44	1,09	4,48
ISE	0,18	0,04	2,62
Previsión	0,31	3,80%	1,21
Renta Nacional	12,33	5,34	3,65
Roble	0	1,89	0,87
Santander	—	3,06	29,94
Otras	0,27	0	0,59
Total Mercado*	**28.315.651**	**55.295.591**	**91.274.293**

* : Cifras en pesos de diciembre de 1990

Fuente : Superintendencia de Valores y Seguros

En el Cuadro Nº 1 puede observarse que existe una importante variabilidad de año en año en las participaciones de mercado que alcanzan las diversas compañías.

En lo que respecta a la importancia relativa de los distintos tipos de rentas vitalicias según su causa de origen (vejez normal, vejez anticipada, invalidez y sobrevivencia), en el Cuadro Nº 2 se muestra cual ha sido su evolución en los últimos años.

CUADRO Nº 2

Número de rentas vitalicias contratadas

Período	Sobrevivencia	Invalidez	Vejez	
1988	252	322	2.100	
1989	541	806	3.151	
1990				
Enero	40	58	291	
Febrero	79	49	291	
Marzo	64	80	561	
Abril	86	70	467	
Mayo	107	107	673	
Junio	122	108	640	
Julio	191	133	1.153	
Agosto	61	66	24	
Septiembre	112	121	499	
			Anticip.	Normal
Octubre	105	78	350	198
Noviembre	119	89	430	258
Diciembre	105	93	367	211
1990	**1.190**	**1.053**	**6.376**	
1991				
Enero	114	78	522	214
Febrero	70	59	349	189
Marzo	88	38	441	134
Abril	62	37	633	146
Mayo	45	28	538	139
Junio	49	20	555	169
Julio	71	19	889	163

Fuente : Superintendencia de Valores y Seguros

Cabe destacar el fuerte incremento que han experimentado las rentas vitalicias por jubilación anticipada, las cuales en la actualidad han llegado a representar casi el 80 por ciento del total.

Este hecho se ha producido, por una parte, por la mayor clarificación que se ha logrado respecto de la transabilidad de los bonos de reconocimiento y, por otra, por el fuerte impulso que la Compañía de Seguros de Vida Santander le dio a la venta de rentas vitalicias por jubilación anticipada en 1990, estrategia que fue seguida posteriormente por el resto de las compañías.

Por otro lado, es interesante ver cómo han evolucionado las comisiones promedio pagadas por las compañías de seguros a los corredores por concepto de seguros de rentas vitalicias. Si bien este dato no es determinable en forma exacta para todas las compañias, existe el concepto de costo de intermediación promedio, el cual se obtiene como el cuociente entre el total pagado en comisiones y el número de pólizas emitidas en el período. Dicho concepto es equivalente a la comisión promedio en el caso de las compañías que no tienen fuerza de venta propia (que utilizan sólo corredores), pero es menor en el caso de las que sí la tienen, ya que las comisiones pagadas se distribuyen tanto en las pólizas colocadas a través de corredores como en las colocadas por la fuerza de venta propia.

En las páginas siguientes, en los Cuadros Nºs. 3 y 4 se muestran los costos de intermediación promedio por póliza en pesos y porcentajes alcanzados por las distintas compañías entre 1988 y 1990. Se observa, en promedio, una caída de 1988 a 1989 y una fuerte alza de 1989 a 1990. Dicha alza confirma la aparición de las irregularidades antes mencionadas en la comercialización de rentas vitalicias.

CUADRO Nº 3

Costos de Intermediación Directos Promedio

(como monto en pesos de diciembre de 1990)

	Vejez			Invalidez			Sobrevivencia		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990
Aetna Chile	236.487	198.343	304.953	301.680	248.916	460.757	255.385	174.473	397.805
Banmédica	-	-	402.667	-	-	-	-	-	-
Chilena Cons.	334.065	351.423	190.861	403.764	496.138	453.800	IFR	18.451	21.300
Compensa	-	-	297.191	-	-	757.714	-	-	348.389
Consorcio Nac.	326.436	200.457	285.675	299.755	241.217	418.575	313.243	168.485	386.008
Construcción	45.213	67.247	168.153	27.490	67.627	253.056	27.634	100.724	208.457
Continental	-	-	347.561	-	-	469.185	-	-	502.231
Convida	-	-	198.321	-	-	176.600	-	-	191.000
Cruz Blanca	-	253.473	300.710	-	375.260	413.848	-	354.855	442.690
Euroamérica	-	288.682	493.157	-	344.779	375.444	-	191.468	216.250
Interamericana	234.304	226.550	275.038	130.374	90.857	327.769	554.718	-	1.155.000
ISE	-	279.504	396.010	-	-	412.400	-	-	226.250
Previsión	55.850	165.949	292.682	119.484	335.300	354.875	-	205.473	274.308
Renta Nacional	170.869	62.874	155.829	253.332	276.478	189.156	336.031	121.601	413.661
Roble	IFR	-	276.595	-	-	524.818	-	-	238.909
Santander	-	304.767	312.805	-	554.263	435.510	-	469.167	350.022
Sudamérica	415.255	-	-	-	-	-	-	-	-
Industria	252.093	175.780	289.639	236.388	232.684	393.273	200.377	151.595	344.671

IFR : Indicador Fuera de Rango.

Fuente : Superintendencia de Valores y Seguros.

CUADRO Nº 4

Costos de Intermediación Directos Promedio

(como porcentaje de las primas)

	Vejez			Invalidez			Sobrevivencia		
	1988	1989	1990	1988	1989	1990	1988	1989	1990
Aetna Chile	2,38	1,8	3,13	2,18	1,45	3,09	2,13	1,51	3,19
Banmédica	-	-	3,35	-	-	-	-	-	-
Chilena Cons.	3,8	-	2,61	3,8	-	2,61	-	-	2,64
Compensa	-	-	2,67	-	-	2,64	-	-	2,85
Consorcio Nac.	2,77	1,79	3,05	2,09	1,46	3,34	2,35	1,35	3,42
Construcción	0,55	0,69	1,76	0,34	0,44	1,67	0,42	0,94	1,70
Continental	-	-	3,30	-	-	3,52	-	-	3,62
Convida	-	-	2,88	-	-	3,07	-	-	1,66
Cruz Blanca	-	-	3,23	-	-	3,23	-	-	3,23
Euroamérica	-	2,01	4,33	-	1,69	2,87	-	1,55	1,82
Interamericana	3,05	2,45	2,82	1,25	1,05	2,82	3,58	-	2,82
ISE	-	1,11	3,50	-	-	2,72	-	-	2,41
Previsión	0,68	2,09	2,61	1,24	2,19	1,97	-	1,70	1,99
Renta Nacional	1,79	0,81	1,95	1,86	2,13	2,16	7,38	1,56	8,11
Roble	-	-	2,12	-	-	3,64	-	-	2,82
Santander	-	2,74	3,09	-	2,74	3,01	-	2,74	2,99
Sudamérica	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Industria	2,03	1,87	2,94	2,20	1,14	2,81	2,12	1,39	2,99

Fuente : Superintendencia de Valores y Seguros.

IV. Consecuencias

Es necesario hacer presente que los problemas que están ocurriendo en el mercado de rentas vitalicias no sólo tienen efectos a nivel de las personas que se han jubilado recientemente y las que están por hacerlo, sino también en los corredores de seguros, AFP, Compañías de Seguros de Vida y en el sistema de pensiones como un todo.

A continuación se identifican las principales consecuencias a nivel de cada uno de estos grupos.

4.1 Futuros jubilados

En este caso lo más grave es el efecto en las pensiones, las cuales disminuyen apreciablemente al otorgarse altas comisiones a los corredores. Si bien, en la práctica, las pensiones ofrecidas a través de los agentes son iguales a las ofertadas a través de los corredores, si las comisiones pagadas a estos últimos fueran más bajas, lo lógico sería que la competencia llevara a que se ofrecieran pensiones más altas.

Por otra parte, los futuros jubilados frecuentemente son abordados (a veces "hostigados") por algunos corredores que hacen todo tipo de esfuerzos para que utilicen sus servicios en el proceso de obtención de pensiones y, como es natural, hay personas a las que ello no les causa problemas, pero hay otras a las que les desagrada sobremanera.

Lo delicado es que todo esto hace que algunas personas que se han jubilado recientemente y otras que están por hacerlo pierdan confianza en el Sistema de Pensiones.

4.2 Corredores de seguros

Para el gremio de los corredores de seguros es bastante negativa la imagen que generan los corredores que se prestan a las irregularidades antes descritas.

De hecho, justamente por este problema de imagen es que la mayor parte de los grandes corredores de seguros no han entrado o se han salido al corto andar del negocio de seguros de rentas vitalicias.

Además, los corredores honestos de menor tamaño enfrentan serias dificultades para poder salir adelante, por lo cual varios de ellos han abandonado esta línea de seguros y han sido reemplazados por personas que se han visto atraídas por la rentabilidad que ofrece el negocio a los que están dispuestos a actuar en forma no tan honesta.

4.3 A.F.P.

Las AFP se ven directamente afectadas al ser una de las instituciones víctimas del robo y compra de información de los futuros jubilados. Esto acarrea serios problemas de maleo en aquella parte de su personal que está constantemente recibiendo ofertas de terceros para que entregue este tipo de información.

Asimismo, las AFP reciben todo tipo de presiones de parte de los corredores para acelerar los procesos de jubilación.

4.4 Compañías de seguros de vida

Las compañías de seguros se benefician en el corto plazo con el aumento en las rentas vitalicias colocadas a través de corredores, pero se perjudican en el largo plazo porque se ven asociadas, en forma indirecta, con prácticas que son fuertemente rechazadas a nivel público.

También se perjudican en la medida que los costos de intermediación son mayores que los que deberían tenerse en condiciones normales, disminuyendo así su margen.

4.5 Sistema de pensiones como un todo

Lo más grave es que las irregularidades que se observan en la comercialización de las rentas vitalicias en definitiva producen un deterioro de imagen general del sistema de pensiones.

Hay que tener presente que para muchos afiliados la renta vitalicia es el resultado final que obtienen después de haber hecho imposiciones durante toda su vida laboral. Luego, aun cuando el sistema pueda haber funcionado correctamente durante todo ese período, si al final hay irregularidades que afectan el resultado, se daña la imagen de todo el sistema de pensiones.

V. Medidas de solución

Las iniciativas que se pueden adoptar para resolver, o al menos minimizar, los problemas planteados se pueden separar entre aquellas que están orientadas a mejorar el funcionamiento de la demanda, el funcionamiento de la oferta y el funcionamiento de los intermediarios en el mercado de rentas vitalicias.

5.1 Medidas para mejorar funcionamiento de demanda de rentas vitalicias

Tal como se mencionó anteriormente, el problema que se enfrenta en este caso es que los demandantes de rentas vitalicias, normalmente, no tienen el conocimiento y la capacidad requeridos para seleccionar la renta vitalicia que mejor se adapta a sus necesidades. En efecto, se trata de un producto que no sólo es difícil de comparar por las diversas variables que considera, sino además es un producto que los afiliados demandan una vez en su vida.

Para combatir esta situación se pueden adoptar las siguientes iniciativas:

5.1.1 Capacitación de futuros jubilados

Se refiere a la posibilidad de que se desarrollen, durante la vida laboral de los afiliados, mayores esfuerzos de capacitación (a través de folletos, campañas en televisión, seminarios, etc.), para que una vez llegado el momento de su jubilación, éstos comprendan mejor la operación del sistema de rentas vitalicias.

Esta medida, si bien es positiva, probablemente tendría sólo un efecto de mediana significación, sobre todo en el corto plazo, ya que el proceso de selección de una renta vitalicia, se estima, involucra un grado de complejidad superior al que podría alcanzar a manejar un porcentaje importante de afiliados.

Lo que probablemente resulta más fácil, que hacer entender el sistema de rentas vitalicias, es el prevenir a los futuros jubilados sobre la trascendencia que tiene la decisión de jubilación, lo delicado que es el otorgamiento de poderes y lo conveniente que puede resultar que reciban un buen número de ofertas de distintas compañías y corredores antes de seleccionar una renta vitalicia.

5.1.2 Simplificación del Proceso de Selección de Rentas Vitalicias

Actualmente la selección de una renta vitalicia involucra una serie de factores, entre los que se incluye el monto de la pensión mensual ofrecida al futuro jubilado, la situación en que quedan los beneficiarios en caso de que éste muera, el uso que se da a los excedentes de libre disposición[3] que pueda tener éste y el riesgo de insolvencia que presenta la compañía de seguros que suscribe la renta vitalicia.

La existencia de estos factores si bien permite que haya una mayor flexibilidad en la elección de las rentas vitalicias, también impone una dificultad en el sentido de que son tan diversos los tipos de rentas vitalicias que se pueden conformar (según las distintas combinaciones que se hagan de los factores anteriores) que se hace difícil a los futuros jubilados comparar las ofertas de rentas vitalicias que reciben a través de los corredores y de las compañías de seguros directamente.

En estas circunstancias, una posibilidad que se podría plantear es la de fijar las condiciones en que quedan los dependientes y herederos en caso de que muera el pensionado y definir el uso que se de a los excedentes de libre disposición para así dejar que la elección de la renta vitalicia se base sólo en el monto de la pensión mensual ofrecida al futuro jubilado, y en el riesgo de insolvencia que presente la compañía de seguros que suscriba dicho contrato de renta vitalicia, pudiendo quedar éste medido por clasificaciones de riesgo que se soliciten para estos efectos a clasificadoras privadas de riesgo.

Esto facilitaría la elección por parte de los afiliados haciendo menos probable que éstos sean llevados a optar por rentas vitalicias poco convenientes para ellos.

El problema, sin embargo, es que el cambio hacia un sistema de este tipo presupone que la simplicidad en la elección de las rentas vitalicias es más importante que la flexibilidad en la definición de sus características, lo cual no es claro que sea así.

---

[3] El futuro jubilado tiene derecho a retirar como excedente de libre disposición el saldo que tenga en su cuenta de capitalización individual por encima del monto necesario para obtener una pensión mensual dentro de los rangos exigidos por la ley (pensión mayor o igual al 120% de la pensión mínima de vejez y al 70% del promedio las remuneraciones recibidas y rentas declaradas). Este saldo también puede ser utilizado para aumentar la renta vitalicia.

Esta medida, además, reduciría en forma importante la labor desarrollada por los corredores. Incluso, dependiendo como se implementara en la práctica, podría llegar a hacer desaparecer a estos intermediarios del mercado de rentas vitalicias.

5.2 Medidas para mejorar funcionamiento de oferta de rentas vitalicias

En este caso, el problema que ocurre, tal como se indicó anteriormente, es que no toda la oferta, la cual está conformada por las compañías de seguros y los corredores, logra mostrar a los demandantes las condiciones en que puede ofrecer su producto, porque hay algunos corredores que se adelantan y comprometen a los afiliados antes que el resto de la oferta pueda mostrarse.

Para resolver este inconveniente se pueden adoptar las siguientes medidas:

5.2.1 Dar acceso a información de futuros jubilados o toda la oferta en forma anticipada

Se trata de permitir que todos los oferentes cuenten con la posibilidad de ofrecer su mejor alternativa de renta vitalicia a los demandantes por la vía de darles acceso a la información sobre futuros pensionados a todas las Compañías de Seguros y Corredores, con la debida anticipación a la fecha de término del proceso de selección de renta vitalicia por parte de los afiliados.

La idea es establecer un período obligatorio, a partir del momento que se haga disponible (por vía computacional) a todos los oferentes la información requerida para efectuar una propuesta de renta vitalicia a un futuro jubilado, en el cual éste no pueda cerrar con ningún oferente en particular sino sólo recibir ofertas.[4] Luego, una vez terminado el período, los futuros pensionados podrían cerrar con el oferente que estimen más apropiado.

Dicho período, en todo caso, debería ser relativamente corto (no más de veinte días), ya que podría resultar muy perjudicial para algunas personas que se les postergue por muchos días la recepción de su primera pensión.

---

[4]Esta medida es particularmente importante para las personas que jubilan por vejez anticipada, invalidez y sobrevivencia, dado que la Superintendencia de AFP entrega actualmente con un año de anticipación la información acerca de las personas que van a jubilar por vejez normal.

Cabe hacer presente que esto no demoraría en nada el proceso de jubilación, ya que en la actualidad existe un período de al menos veinte días[5] entre el momento que está disponible la información de los futuros jubilados y el momento que éstos pueden escoger una renta vitalicia específica, para lo cual deben firmar un formulario de selección de modalidad en su AFP.

La diferencia sería que ahora existiría un período en el cual no sólo algunos oferentes sino todos contarían con la información relevante de los futuros jubilados para poderles efectuar ofertas.

Con esta medida, se cree, disminuirían en forma importante el robo y compra de información de futuros jubilados, ya que el valor que hoy tiene dicha información es producto de la posibilidad que ofrece a sus compradores de adelantarse a comprometer a los afiliados antes que el resto de la oferta pueda mostrarse y dicha posibilidad ya no existiría con este nuevo esquema.

Existe, eso sí, una suerte de imposición en el sentido de que se estaría prácticamente obligando a los futuros jubilados a recibir varias ofertas antes de tomar una decisión. Actualmente se les exige que cuenten con al menos tres estudios antes de firmar la selección de modalidad, la cual equivale al cierre del contrato de renta vitalicia. La diferencia es que los tres estudios pueden ser obtenidos por un solo corredor, en cambio con este nuevo mecanismo se estaría incentivando a que participen más oferentes.

5.2.2 Clarificación de información de comisiones en estudios de cotizaciones de rentas vitalicias

Los futuros jubilados reciben ofertas de rentas vitalicias de los corredores de seguros y de las compañías de seguros primero a través de estudios en los cuales se les indica, en términos aproximados, qué se les ofrece. Posteriormente, cuando obtienen certificados de saldos (los cuales indican el monto que tienen acumulado en sus cuentas individuales), pueden solicitar cotizaciones definitivas.

Para hacer más transparente la oferta de rentas vitalicias sería conveniente exigir que en los estudios se indique, al igual como se hace actualmente en las cotizaciones formales, la comisión que cobran los corredores y los agentes. Ello es importante ya que en la práctica

---

[5] En el cual se procesa y envía la solicitud de saldo al futuro jubilado para que éste pueda obtener cotizaciones formales de las compañías de seguros y así firmar la selección de modalidad.

es frecuente que los futuros jubilados seleccionen sus rentas vitalicias según lo que ofrecen los estudios. De hecho, las cotizaciones formales normalmente se entregan muy al final, cuando ya resulta difícil retractarse si las comisiones son muy altas.

Por otra parte, también podría lograrse una mayor clarificación si se indicara en las cotizaciones formales (y los estudios) las comisiones en pesos nominales en vez de, o además, en UF.

5.2.3 Mayor formalización a los cierres de seguros

A objeto de dar mayor formalidad al cierre de los seguros de renta vitalicia, se podría exigir, al igual como en el caso de los contratos de inscripción en una AFP, que en la póliza del seguro quede identificado el funcionario de la compañía de seguros responsable del otorgamiento de la cotización formal que dio origen a cada póliza.

Actualmente queda identificado el corredor de seguros (cuando procede), pero también sería conveniente tener el antecedente de la persona responsable de parte de la compañía de seguros para poder asignar responsabilidades con mayor precisión.

5.3 Medidas para mejorar funcionamiento de intermediarios de rentas vitalicias

La intermediación en el mercado de rentas vitalicias no funciona tan bien como en otros mercados, en buena parte debido a que no existen incentivos para que los intermediarios busquen desarrollar una relación permanente con sus clientes (formar una clientela), por tratarse de un producto que los afiliados demandan una sola vez en su vida, el cual, además, generalmente no conocen muy bien.

En estas circunstancias se produce el grave problema que los corredores tienen fuertes incentivos para vender las rentas vitalicias que les generan mayores comisiones y no las que son más apropiadas para sus clientes.

Para resolver este problema se pueden adoptar las siguientes medidas:

5.3.1 Incrementar nivel de competencia en el mercado

Se trata de tomar medidas, como el dar acceso a la información de los futuros jubilados a todos los potenciales oferentes en forma anticipada, para incrementar el tamaño

efectivo de la oferta y de este modo aumentar la probabilidad de que los corredores que no ofrecen las mejores alternativas a sus clientes pierdan negocios.

En efecto, en la medida que estos corredores sepan que los demandantes van a recibir con seguridad ofertas de otros corredores o agentes, van a verse más motivados a competir por la vía de ofrecer el mejor producto.

5.3.2 Mayor regulación y fiscalización de corredores

Se refiere a la posibilidad de mejorar la labor de regulación y fiscalización de los corredores de seguros de vida. En particular, se sugiere establecer mecanismos de penalización, del tipo de los utilizados con otros agentes del mercado de valores, para los corredores que tengan comportamientos indebidos (otorgamiento de alicientes a futuros jubilados, adulteración de poderes, entrega de cotizaciones que no cumplen con requisitos básicos, etc.).

De hecho, si el Estado desarrolla una importante labor de regulación y fiscalización de las AFP y Compañías de Seguros de Vida para que no vayan a verse perjudicados los fondos previsionales de los afiliados, parece lógico que cautele de igual forma a los corredores de seguros de vida, los cuales pueden tener un impacto significativo en la determinación de las pensiones de jubilación.

Ahora, hay que comprender que la Superintendencia de Valores y Seguros, la cual es la encargada de regular y fiscalizar a los corredores de seguros, está consciente de esta situación, pero enfrenta una limitación de recursos para resolverla. Luego, es necesario analizar las posibilidades que existen de solucionar esta limitación.

Por otra parte, también sería conveniente incentivar a las mismas compañías de seguros a fiscalizar a sus corredores, por la vía de aumentar su grado de responsabilidad por los problemas que se presenten con los afiliados que les adquieran rentas vitalicias.

VI. Conclusiones y propuesta

Después de analizar las anomalías que están ocurriendo en la comercialización de rentas vitalicias, quedan de manifiesto los efectos negativos que éstas están provocando en los futuros jubilados, AFP, Compañías de Seguros de Vida, Corredores de Seguros y en el sistema de pensiones como un todo.

Por ello resulta de la mayor urgencia adoptar medidas concretas para resolver en su totalidad o al menos minimizar la ocurrencia de tales anomalías.

Con este fin se efectúa, a continuación, una propuesta concreta a partir de los planteamientos hechos anteriormente. Esta propuesta parte de la base de que lo que se requiere es adoptar diversas medidas que permitan hacer funcionar el mercado de rentas vitalicias en forma más eficiente de lo que lo está haciendo hoy día.

Para este efecto se estima que lo más prioritario es hacer funcionar mejor la oferta de rentas vitalicias, para lo cual se propone dar acceso a la información de los futuros jubilados a todos los potenciales oferentes antes que los primeros puedan firmar un contrato de renta vitalicia con un oferente específico.

Esta medida, que aparece explicada en detalle en el punto 5.2.1, se cree no sólo debiera minimizar fuertemente los incentivos al robo y compra de información, sino también llevar a los corredores a competir por la vía de ofrecer el mejor producto a los futuros jubilados.

Sin embargo, la mayor competencia entre los oferentes no necesariamente va a resolver el problema de los alicientes en plata, bienes y servicios que ofrecen algunos corredores a los futuros jubilados. En efecto, la competencia va a incentivar, tal como se indicó, a que los corredores ofrezcan los mejores productos, pero para algunos futuros jubilados el mejor producto podría ser perfectamente aquel que viene acompañado de mejores alicientes.

Frente a este hecho, se estima que no hay muchas medidas que adoptar, salvo fortalecer la regulación y fiscalización de los corredores, de modo tal que éstos incurran en el riesgo de ser sancionados si se prestan a la entrega de alicientes.

En lo que respecta a la demanda de rentas vitalicias, no se considera posible lograr un cambio muy sustantivo en su funcionamiento. Las rentas vitalicias son un producto complejo para un porcentaje importante de la gente. No obstante, de todas maneras se recomienda continuar desarrollando esfuerzos para dar capacitación a los afiliados sobre sus posibilidades de jubilación por la vía de folletos, campañas en televisión, seminarios y otros medios, para incrementar el nivel de conocimiento del sistema previsional en al menos un porcentaje de los futuros jubilados.

En forma especial, se sugiere hacer hincapié en las labores de capacitación anteriores en los siguientes puntos: a) lo importante que resulta ser la decisión de jubilación, b) lo delicado que es el otorgamiento de poderes, y c) lo conveniente que puede resultar recibir un buen número de ofertas de distintas compañías y corredores antes de seleccionar una renta vitalicia.

Ahora, si todas las medidas anteriores no generaran resultados de relativa significación en el plazo de un año, sería conveniente revaluar la situación y considerar la posibilidad de tomar medidas más drásticas. Específicamente, en tal caso, se podría analizar la posibilidad de simplificar el proceso de selección de las rentas vitalicias, de acuerdo a los indicado en el punto 5.1.2.

Anexo

Razones y modalidades de pensión en el nuevo sistema previsional

Los afililiados al nuevo Sistema Previsional chileno, que está vigente desde el año 1981 y se encuentra regulado en el D.L. Nº 3.500, pueden pensionarse por las siguientes razones:

a) Vejez Normal

Esta posibilidad está abierta a los hombres cuando cumplen 65 años y a las mujeres cuando cumplen 60 años.

b) Vejez Anticipada

Esta posibilidad está abierta, con ciertas condiciones, a:

i) Los afiliados pensionados en alguna institución del antiguo sistema previsional que presentan un tiempo de afiliación al nuevo sistema de al menos cinco años.

ii) Los afiliados que no perciben pago de pensión del antiguo sistema o que percibiéndolo no presentan una afiliación al nuevo sistema de al menos cinco años.

iii) Los afiliados declarados inválidos parciales mediante un segundo dictamen.

La principal condición es que los afiliados puedan obtener una pensión tal que, sumada a la pensión que estén percibiendo a través del antiguo sistema o sumada a la que se encuentren percibiendo por invalidez parcial cuando corresponda, sea igual o superior al 50 por ciento del promedio de todas las remuneraciones imponibles, pensiones percibidas y rentas declaradas en los últimos diez años anteriores al mes en que se acogen a la pensión. Adicionalmente, en el caso de los afiliados de las letras b) y c) anteriores, se requiere que la pensión a obtener sea igual o superior al 110 por ciento de la pensión mínima de vejez garantizada por el Estado, vigente a la fecha en que se acojan a pensión de vejez anticipada.

c) Invalidez

Tienen derecho a pensión de invalidez parcial o total los afiliados que, sin cumplir los requisitos de edad para obtener pensión de vejez, y a consecuencia de enfermedad o debilitamiento de sus fuerzas físicas o intelectuales, sufran un menoscabo permanente de al menos el 50 o 66,6 por ciento de su capacidad de trabajo, respectivamente.

Normalmente son los mismos afiliados los que solicitan su invalidez, la cual es aceptada o rechazada por una Comisión Médica Regional que otorga un dictamen de invalidez de primera instancia y, al cabo de tres años, después de analizar la evolución de dicha invalidez, otorga un dictamen de segunda instancia, el cual modifica, ratifica o deja sin efecto el primero.

d) Sobrevivencia

En el caso de que un afiliado activo o pasivo muera, existen mecanismos de pensión de sobrevivencia para sus beneficiarios (cónyuge, hijos, madre de los hijos naturales del afiliado y padres del afiliado), en la medida que éstos cumplan ciertas condiciones.

Por otra parte, los afiliados (o sus beneficiarios en el caso de sobrevivencia), para hacer efectiva su pensión, pueden optar por una de las siguientes modalidades de pensión:

1) Renta Vitalicia Inmediata

Se refiere a aquella modalidad de pensión que contrata un afiliado (o un beneficiario de éste en caso de muerte del primero) con una Compañía de Seguros de Vida, en la que esta última, a cambio de los fondos previsionales acumulados por el afiliado durante su vida laboral, se obliga a pagar, en primer término, una renta mensual desde el momento que se

suscribe el contrato de seguro hasta su fallecimiento y, en segundo término, pensiones de sobrevivencia a sus beneficiarios, según corresponda.

2) Renta Temporal con Renta Vitalicia Diferida

Es aquella modalidad de pensión por la cual el afiliado contrata con una Compañía de Seguros de Vida el pago de una renta mensual a contar de una fecha futura, determinada en el contrato, reteniendo en su cuenta de capitalización individual los fondos suficientes para obtener de la Administradora una renta temporal durante el período que medie entre la fecha en que se ejerce la opción por esta modalidad y la fecha en que la renta vitalicia diferida comienza a ser pagada por la Compañía de Seguros con la que se celebró el contrato.

3) Retiro Programado

Se refiere a la posibilidad de mantener la cuenta de capitalización individual en la AFP y efectuar retiros mensuales con cargo a ésta. Estos retiros se expresan en UF y se obtienen de dividir cada año el saldo efectivo de la cuenta individual por el capital necesario para pagar una unidad de pensión al afiliado y, fallecido éste, a sus beneficiarios, de acuerdo a los porcentajes establecidos en la ley.

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS

MONSEÑOR SOTERO SANZ 175
TELEFONOS: 2315324 - 2315325

SANTIAGO - CHILE

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO DEL CEP

(Ultimos 30 Estudios)

Nº 165 LUIS HERNAN PAUL F.
"Vicios en el Proceso de Comercialización de Rentas Vitalicias y sus Posibles Soluciones", octubre 1991.

Nº 164 HECTOR VELIS M.
"Evolución y Vulnerabilidad de Subsector Frutícola", octubre 1991.

Nº 163 RODRIGO FUENTES S.M., JAIME VATTER G.
"El Impacto de la Inversión en Capital Humano e Investigación y Desarrollo en el Crecimiento Económico: Un análisis comparativo", octubre 1991.

Nº 162 OSCAR DOMINGUEZ C.
"La Relación Médico-Paciente: Un Desafío para la Etica Moderna", septiembre 1991.

Nº 161 CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS
"Estudio Social y de Opinión Pública, Junio-Julio 1991", septiembre 1991.

Nº 160 FRANCISCO ROSENDE R.
"Después del Ajuste: La Economía Chilena en el Primer Semestre de 1991", agosto 1991.

Nº 159 JOSE RAMON VALENTE V.
"Inversión de los Fondos de Pensiones en el Extranjero", agosto 1991.

Nº 158 FERNANDO LENIZ, ELIODORO MATTE
"La Misión del Empresario en el Mundo Moderno", julio 1991.

Nº 157 IRMA MIRANDA H.
"Alcances sobre la Reforma Propuesta a la Ley Orgánica de Municipalidades", julio 1991.

Nº 156 CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS
"Estudio Social y de Opinión Pública, Marzo1991", junio 1991.

Nº 155 PEDRO GAZMURI SCHLEYER
"Alternativas de Financiamiento del Sistema Universitario Nacional", mayo 1991.

Nº 154 MARIO MUÑOZ V.
"La Contaminación Atmosférica en Santiago", abril 1991.

Nº 153 OCTAVIO MARFAN R., ANTONIO MARINO R., JORGE VARGAS O.
"Experiencia Internacional en la Lucha contra la Contaminación Ambiental: Los Casos de Gran Bretaña y Japón", abril 1991.

Nº 152 SYLVIA GALLEGUILLOS, MARIA ISABEL SIERRALTA
"Evaluación del FAP como Método de Reembolso a los Hospitales Públicos en Chile", marzo 1991.

Nº 151 CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS
"Estudio Social y de Opinión Pública, Diciembre 1990", febrero 1991.

Nº 150 PATRICIA MATTE L., ROLANDO FRANCO D.
"Dos Visiones de Política Social en la Década '90", febrero 1991.

Nº 149 FRANCISCO ROSENDE R.
"Evaluación de la Política Económica y Análisis de las Proyecciones Económicas para 1991", enero 1991.

Nº 148 DANIEL TAPIA DE LA PUENTE
"La Economía en 1990 y Perspectivas", diciembre 1990.

Nº 147 COMISION DE ESTUDIOS DEL SISTEMA JUDICIAL CHILENO
"Informe Final sobre Reformas al Sistema Judicial Chileno", diciembre 1990.

Nº 146 CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS
"Estudio Social y de Opinión Pública, Septiembre-Octubre 1990", diciembre 1990.

Nº 145 CARLA LEHMANN S-B.
"Alcances de la Crisis Petrolera: Un Análisis Comparativo", diciembre 1990.

Nº 144 ALVARO ARRIAGADA N.
"Reconocimiento Social de la Función Pedagógica", diciembre 1990.

Nº 143 JUAN GASTO, EDUARDO SCHMIDT, MARIO TRIVELLI
"Medio Ambiente: ¿Realidad o Moda?", noviembre 1990.

Nº 142 FELIPE LARRAIN B., RODRIGO VERGARA M.
"Institucionalidad Laboral y Desempeño Económico: Evidencia Internacional y Aplicaciones al Caso de la Reforma Laboral en Chile", noviembre 1990.

Nº 141 FRANCISCO ROSENDE R.
"Ajuste y *Shock* Petrolero: Un Nuevo Escenario para la Economía Chilena", octubre 1990.

Nº 140 ALEJANDRO ROJAS P., RICARDO AVELLO A.
"La Pobreza según la Encuesta de Presupuestos Familiares", septiembre 1990.

Nº 139 EUGENIO VALENZUELA S.
"Labor Jurisdiccional de la Corte Suprema", septiembre 1990.

Nº 138 FRANCISCO ROSENDE R.
"Análisis de la Situación Económica. El Ajuste: Orígenes, Políticas y Resultados", septiembre 1990.

Nº 137 LUIS ESCOBAR A.
"Mercado y Control de la Contaminación Ambiental", agosto 1990.

Nº 136 CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS
"Estudio Social y de Opinión Pública, Junio 1990", agosto 1990.

ARTÍCULOS DE PRENSA

FONDOS DE PENSIONES:

Inquietudes Frente a un Horizonte

HAY inquietud en el aire. Nadie cuestiona la consolidación del nuevo sistema previsional que ya cuenta con dos millones 600 mil afiliados. Pero parece que estamos en esos momentos de revisión de decisiones —tomadas y por tomar— que son vitales para la permanencia del mismo a futuro. La Confederación de la Producción y el Comercio nombró una comisión para estudiar los asuntos más relevantes en los cuales sería necesario hacer ajustes. Se perfilaron distintos temas: desde la necesidad de facilitar la creación de un mayor número de Administradoras de Fondos Previsionales (AFP), organizadas por grupos de trabajadores, a corregir el diseño del sistema de manera que sea más equitativo... hasta, lo más polémico para los empresarios y la autoridad, el imperativo de comenzar a canalizar los fondos, cada vez más abultados, hacia el desarrollo productivo nacional, evitando al mismo tiempo que las administradoras puedan llegar a controlar las principales empresas del país con los aportes de los trabajadores.

Los mismos temas están siendo abordados por la Asociación de AFP, que reúne a las doce entidades existentes, y la autoridad respectiva, la Superintendencia de AFP, también se encuentra diseñando líneas de acción.

AFP PROTECCION
EL LIBERTADOR
UNION AFP
ALAMEDA - SAN CRISTOBAL
HABITAT
Santa María
Planvital

Los empresarios y ejecutivos de AFP están preocupados de que se creen nuevos instrumentos de inversión para colocar los recursos previsionales que crecen a un ritmo vertiginoso; mucho más que el país.
Están intranquilos ante la perspectiva de que las administradoras podrán dominar las principales empresas con las platas de los trabajadores.
Para la subsistencia del sistema, desean que sea más equitativo en cuanto a las rentabilidades que obtienen los distintos tramos de ingreso y que los trabajadores puedan participar en la administración de sus fondos creando sus propias AFP.

CUPRUM
CONCORDIA
Summa
INVIERTA
PROVIDA
Magister

Más administradoras

Vamos por parte. Los empresarios han considerado importante para la subsistencia del sistema previsional que los trabajadores puedan crear sus propias AFP. Esta es una presión latente hoy en diversos sindicatos tales como los del carbón, los sectores eléctricos y bancarios. Mientras más AFP existan, mejor, se sostiene, porque así se podrá hacer más patente la libertad de elección y afiliación y se estrechará el vínculo entre los afiliados y la AFP, pudiendo los trabajadores participar en la administración de sus fondos (hoy sólo podrían hacerlo comprando acciones de ellas porque son sociedades anónimas).

Rentabilidades iguales

Otro tema que ha suscitado debates no sólo en el seno de la oposición, donde ha sido destacado, sino también entre los directivos de las AFP, es el hecho que el actual diseño de cobro de comisiones ha redundado en que los ingresos superiores obtienen una mayor rentabilidad acumulada que los tramos más bajos. ¿Cómo así? Lo explica el presidente de una administradora:

"Aunque todos cotizan obligatoriamente un porcentaje equivalente de su remuneracion —el diez por ciento— las comisiones fijas —no porcentuales — impactan más en los niveles de renta más bajos, haciendo que estos afiliados acumulen menos fondos en sus cuentas individuales. Con menos capital acumulado, recibirán pensiones porcentualmente inferiores a las que percibirán los afiliados de ingresos mayores".

Es así como el año pasado, las cuentas mensuales correspondientes al tramo de remuneraciones más bajas —10 mil pesos— obtuvieron una rentabilidad real anual del 9,5 por ciento, mientras que la misma tasa se elevó a un 11,1 por ciento para los ingresos de 60 mil pesos. Esta diferencia del 1,6 por ciento anual, proyectada a 45 años —corresponde al tiempo que debe imponer quien comienza a trabajar a los 20 años para jubilarse a los 65— produce una pensión un 66,88 por ciento mayor en cuanto a la fracción de la última renta para el trabajador de más altos ingresos.

Los ejecutivos de las administradoras están conscientes de que las comisiones fijas han ido bajando en términos reales y entienden que si ello continúa así el impacto de ellas será cada vez menor sobre la rentabilidad de los sueldos más bajos. No obstante, enfatizan que para la defensa del sistema: **"a cotizaciones iguales —equivalentes al 10 por ciento de la remuneración mensual— todos debieran recibir la misma fracción del último sueldo al momento de jubilarse".**

Urgencia de diversificar

Si hay algo en lo que todos parecen estar de acuerdo es en la necesidad de diversificar la inversión de los fondos de pensiones, la más importante fuente de ahorro nacional, siempre dentro del objetivo de obtener la máxima rentabilidad dentro de la mayor seguridad. Estos recursos, a los que hay que añadir la reserva técnica que manejan las compañías de seguros —que son las entidades que pagan las pensiones de invalidez y sobrevivencia— crecen en forma vertiginosa. A la fecha, los primeros casi alcanzan los dos mil ¡millones de dólares!; y los segundos, los 500 millones de dólares. Y en siete años más, 1994, la suma de los dos ítems dará un total de nueve mil millones de dólares, casi la mitad del actual Producto Geográfico Bruto (PGB).



Sergio Baeza, presidente de la Asociación Nacional de AFP, entidad que propuso a las comisiones legislativas la posibilidad de que los fondos de pensiones puedan invertirse en acciones de ahorro.

El mencionado estudio de la Confederación de la Producción y el Comercio señala que es deseable que estos fondos se orienten al desarrollo productivo nacional, lo cual en la actualidad casi no se produce porque la inversión de ellos en letras hipotecarias —que activan la construcción— ha bajado desde cerca de un 50 por ciento de hace un año a algo menos de la mitad. Y, en segundo término, porque la inversión en documentos de la empresa privada es prácticamente nula. A excepción de una, ninguna empresa privada ha colocado bonos en las AFP, en parte, porque este es un instrumento de deuda —y no están dispuestos a continuar aumentando sus pasivos— y porque tampoco están ansiosas —con las situaciones patrimoniales "vidriosas", producto de la recesión— a someterse al examen de la Comisión Clasificadora de Riesgos, dependiente de la Superintendencia respectiva. Es así como las que han emitido estos documentos son las compañías estatales o las ex CORFO en vías de privatización (CTC, Chilectra, Entel, Soquimich, etc).

Y la empresa privada

En cuanto a las acciones, que tienen la ventaja de no representar deuda para las empresas, sino capital, la inversión en las mismas está muy restringida. Sólo puede hacerse en aquellas que no tengan más del 20 por ciento de la propiedad en una sola mano (prácticamente todas tienen "dueños") o que teniéndolo se comprometan a un plan de desconcentración. Las empresas CORFO se han privatizado (Chilmetro, Chilgener, Chilquinta, Entel, Soquimich, Laboratorio Chile) vendiendo acciones a las AFP. Es evidente, en cambio, que a pesar de las necesidades de capital, muchas empresas privadas no están dispuestas a utilizar esta vía. Es el caso de Copec, por ejemplo, que acaba de aumentar su capital en 180 millones de dólares. Como no se desconcentró, tuvo que encontrar un financiamiento distinto al de las AFP para los 23 millones de dólares en acciones que vendió en Chile (el resto, en el extranjero).

Es probable que las empresas privadas eviten someterse al requisito de desconcentración mientras tengan acceso a otros recursos distintos de los fondos de pensiones. Pero, tarde o temprano se les presentará a éstos el problema, porque es impensable que cuando equivalgan al Producto no estén diversificados en todas las áreas de inversión: títulos de deuda (bonos), de capital (acciones) o bienes raíces.

Concentración excesiva

Y como para allá vamos es claro que los nuevos recursos que se vayan sumando a los fondos de pensiones no podrán continuar robusteciendo la actual tendencia de inversión de los mismos: excesiva concentración por emisor (casi el 48 por ciento en instituciones estatales) y tipo de instrumento (el 97 por ciento, en títulos de deuda).

Continuar ahondando esta concentración entraña riesgos obvios: políticos —como la mayoría de los instrumentos son estatales— que un gobierno decida disponer de los fondos, como en el pasado, y de insolvencia, derivados de un excesivo endeudamiento interno de la economía. Y si se quisiera diversificar sólo por emisor, tampoco resultaría posible invertir estos recursos, en un porcentaje importante, en títulos de deuda productivos. Ello, porque los fondos de la previsión —y los de los seguros relacionados con ella— crecen a un ritmo muy superior al del país y las empresas. Un estudio de la Confederación de la Producción y el Comercio señala que el patrimonio de las 23 principales empresas del país equivale en la actualidad a casi la mitad de los mencionados recursos acumulados. Y que en siete años más, estos patrimonios, suponiéndoles el crecimiento más optimista, sólo constituirán la cuarta parte de los mismos.

De aquí la necesidad de que las AFP comiencen a hacerse "dueñas" y no "acreedoras", invirtiendo en instrumentos representativos de capital, como las acciones, y que se creen nuevas alternativas de inversión.

La acción de ahorro

En la búsqueda de nuevos mercados para colocar los crecientes fondos de pensiones, sus administradores, las AFP, han encontrado en la "acción de ahorro o preferente" una buena alternativa de inversión. Por eso la Asociación de Administradoras la propone en un proyecto que envió, en enero pasado, a la Comisión Legislativa que preside el general Matthei.

Esta acción surgió en países como Estados Unidos, Italia o España, del reconocimiento de que dentro de los accionistas de una empresa los hay interesados en la gestion y rentabilidad de la compañía y hay otros a los cuales sólo les interesa su inversión de renta. Estos, entonces, a través de la acción preferente, renuncian a participar en la administración de la empresa —nombrando directores— a cambio de aumentar la seguridad de sus inversiones: tienen derecho a un dividendo preferente y a un retiro garantizado cuando la firma no paga ese dividendo durante tres años o altera la política de endeudamiento previamente acordada. Se supone, además, que esta accion podría emitirla cualquier sociedad anónima —sin topes de concentración— que pudiera demostrar ante la Superintendencia respectiva que sus resultados operacionales le permitirán pagar el dividendo preferente.

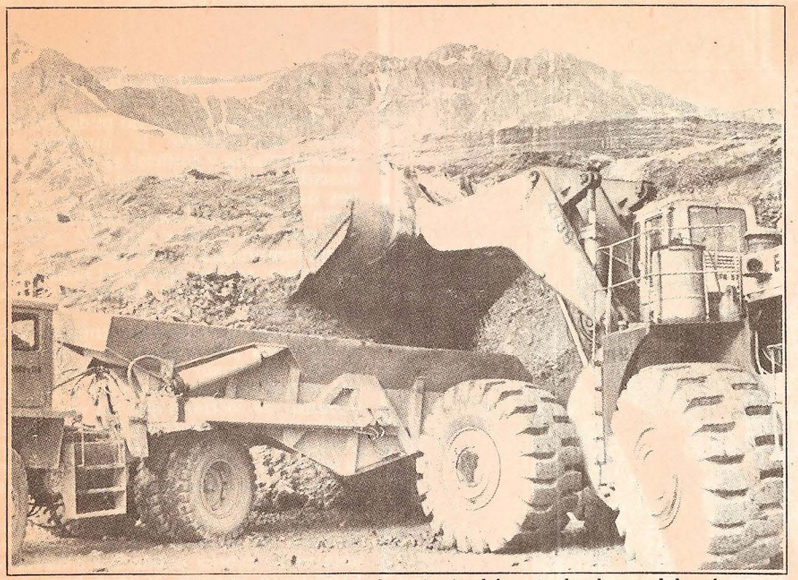
"La prioridad en el pago de dividendos no puede interpretarse como que fuera un bono" —señala Carlos Antonio Díaz, profesor de Economia de la UC y uno de los expertos en el tema — **"porque el exceso de utilidades por sobre el mínimo acordado es repartido entre todos los accionistas de acuerdo a la fórmula pactada. Es un instrumento de renta variable, por lo tanto, y no fija, como es el bono".**

En relación a la crítica más frecuente que se le hace a la "acción de ahorro", en el sentido que al no participar sus tenedores en la administración de la empresa, ésta puede no repartirles dividendos, escondiendo las utilidades y yendo a la quiebra en el mediano plazo sin que ellos puedan hacer efectivo su derecho a retiro, porque de nada les serviría, el economista continúa:

"Esto podría subsanarse si se acuerda, por ejemplo, y pensando que el derecho a retiro se ejerce a los tres años seguidos sin utilidades, que si transcurren dos años sin utilidad los

Difuso

Por PILAR MOLINA ARMAS



Los recursos previsionales constituyen la principal fuente de ahorro del país. Suman dos mil millones de dólares, cifra que ascenderá a los siete mil millones en 1994.

accionistas preferentes pueden acceder a nombrar los directores que les correspondan y así participar de la gestión, adelantándose a ejercer el derecho a retiro".

Los riesgos del control

Los empresarios no pretenden que la acción de ahorro reemplace a la ordinaria, pero la mayoría considera que debiera ser una opción más en vista de los problemas que se derivan del hecho de que sólo exista la segunda como alternativa:

● La acción ordinaria obliga a participar en la gestión de la empresa, lo cual escapa al giro de las AFP. Como señala un reciente acuerdo de la Cámara Chilena de la Construcción (accionista mayoritaria de Habitat) que recomienda orientar las inversiones a acciones que contengan alguna preferencia que compense la no participación en la gestión de la empresa: **"las AFP son especialistas en la inversión de fondos y no en la administración de empresas".**

● De acuerdo a la ley, los fondos de pensiones están diseñados para ser minoritarios en las empresas (no pueden poseer más del 5 por ciento de las acciones) pero ese tope es fácilmente superable si las AFP suman a sus respectivos porcentajes el de las otras y también el máximo de inversión permitido a los recursos de las compañías de seguros, entidades también relacionadas a las administradoras. Así, pueden fácilmente llegar a controlar muchas empresas y llegar a gravitar fuertemente sobre la economía del país.

● Si se continúa realizando la privatización de las 23 empresas Corfo —en ese plan— por la vía de vender importantes paquetes accionarios a las AFP y las compañías de seguros, es indudable que en breve lapso los administradores de los fondos de pensiones llegarán a controlar dichas empresas con el poder otorgado por el capital de los trabajadores. De las hipótesis plausibles, la más dramática en este escenario es que dichas empresas vuelvan a ser administradas por el Estado si la autoridad decide ejercer, en representación de los trabajadores, el derecho a voto.

● Que la posibilidad de administrar y controlar empresas que abre la acción ordinaria a las AFP se convierta en lo que el presidente de la AFP Planvital —Francisco Javier Errázuriz— recomienda tan gráficamente: **"los trabajadores deben luchar por conquistar, en elecciones libres, los directorios de las compañías en las cuales sus administradoras hayan invertido sus dineros. Al fin de cuentas, esas empresas son de su propiedad".**

JUAN ARIZTIA:

El Enfoque del Superintendente

REACIO a las entrevistas, tal vez por lo muy vehemente que es, el superintendente de AFP, Juan Ariztía, se decidió finalmente a recibir a "El Mercurio", al que esperaba en compañía de dos de sus colaboradores: Renato de la Cerda, superintendente de Seguridad Social, y Fernando Sánchez, jefe de la División Financiera. Pero puso también sus condiciones, que en beneficio de la imagen de la Superintendencia aparecieran sus declaraciones en recuadro aparte.

Ariztía señala que la autoridad es como los empresarios: partidaria de extender la propiedad de las AFP de manera que los trabajadores puedan participar en la administración de sus fondos.

Por ello, se estudia la modificación de la ley sindical respectiva —que impide a los sindicatos actividades de lucro— y rebajar el capital inicial necesario para constituir una administradora de 20 mil a cinco mil UF.

—"La idea fue siempre facilitar la formación de cuantas AFP quisiera el mercado, pero la recesión convirtió en un obstáculo la exigencia del capital inicial necesario que cuando se fijó no resultaba tan alto. Pero así y todo nacieron cuatro administradoras gremiales: de la construcción, el cobre, el acero y los profesores".

Equidad del sistema

—La comisión fija, que es la que las AFP cobran a sus afiliados para pagar el costo de administrarles sus cuentas que no alcanza a cubrirse con la comisión porcentual en los tramos de ingresos más bajos, está siendo cuestionada. Los presidentes de todas las AFP coinciden que en aras de la equidad del sistema, si todos cotizan lo mismo, todos debieran recibir el mismo porcentaje de sus remuneraciones como pensión. Ello no está ocurriendo porque el impacto de las comisiones fijas sobre los sueldos más bajos determina que la rentabilidad de estas cuentas sea tambien menor.

—La diferencia de rentabilidad que se va a producir no es significativa y la brecha además irá progresivamente disminuyendo en la medida en que también lo haga el impacto de la comisión fija sobre el saldo, al ir éstos aumentado. Y contribuye a ello el hecho de que estas comisiones, en términos reales, han ido bajando.

—En el supuesto de que ello ocurra y las rentabilidades en los distintos tramos sean cada vez mas semejantes, el sistema de todas formas debiera apuntar, por un principio de equidad, a que fueran idénticas, ya que todos cotizan "obligatoriamente" el mismo porcentaje se sus remuneraciones.

—Me sorprende ese razonamiento. Que yo sepa, el alimento, la vivienda, el vestuario...también constituyen obligaciones. Y eso no faculta a los políticos a ordenar en cada uno de esos ítems cobros proporcionales a los distintos niveles de ingresos.

El superintendente añade frente a la alternativa de que los afiliados de ingresos superiores pudieran pagar el costo —no cubierto por la comisión porcentual— de administrar las cuentas de tramos más bajos:

—El sistema previsional no fue diseñado para subsidiar, sino que para otorgar pensiones de vejez o, en su defecto, de invalidez y sobrevivencia.

AFP no serán minoritarias

A la empresa privada se le exige para vender bonos —instrumentos de deuda— a los fondos de pensiones pasar por la Comisión Clasificadora de Riesgos. Y para colocar acciones, en las AFP, ellas deben estar además desconcentradas en un 80 por ciento o bien comprometerse a ello. Básicamente, a la fecha, sólo empresas estatales o las 23 de Corfo en vías de privatización o ya privatizadas han demandado los recursos previsionales.

Ariztía señala que si la empresa privada no lo ha hecho es porque aún tiene mejores maneras de conseguir financiamiento.

—Pero parece dudoso que las empresas privadas —la mayoría con dueños— pueda colocar acciones ordinarias en dichos fondos porque no están dispuestas a perder el control de sus propias compañías.

—Si no están dispuestos a desconcentrarse, entonces los fondos de pensiones no los seguirán en esa tendencia, porque no entrarán como accionistas minoritarios en las actuales empresas. Ni siquiera lo han hecho en las empresas Corfo. Para que las AFP participaran en la desconcentración de ellas exigimos una serie de condiciones para permitirles a las administradoras, como minoría, vetar políticas importantes que se pudieran decidir sin su anuencia. Nos oponemos a que las AFP pongan el capital y no decidan nada en relación al destino de la empresa y se vuelvan a repetir situaciones en las que los beneficios no alcanzaban a los accionistas minoritarios porque no había reparto de dividendos.

El control de las empresas

—¿Considera deseable que los fondos de pensiones controlen las empresas en las que compren acciones?

—Lo deseable es que los accionistas las controlen y que en la medida en que lo sean tengan derecho a voz y a voto. En el mundo entero, los fondos de pensiones y de las compañías de seguros son los dueños de las grandes empresas...¡Y las controlan!

—¿Qué opinión le merece la posibilidad de que en un par de años la AFP lleguen a controlar con el capital de los trabajadores las principales empresas estatales que se están privatizando a través de CORFO?

—Me parece mucho mejor que las controlen ellas a que lo haga un solo grupo empresarial: el Estado.

—¿Y no le parece peligroso que se diga que los grupos económicos —dueños de algunas AFP— comenzarán a manejar con la plata de los trabajadores las principales empresas, tales como Entel o Chilectra Metropolitana?

—Yo he visto que cuando los grupos económicos comparten la gestión en una empresa actúan con un celo y una desconfianza increíbles. Pienso que se pondrán de acuerdo, pero en aquellas cosas que los beneficien a todos. No cederán sus intereses en una compañía a cambio de que el otro haga lo mismo en su favor en otra empresa. Además, la legislación es muy estricta en materia de inversiones relacionadas.

—Se debe considerar también que la propiedad de las AFP se está abriendo cada vez más. Hay cuatro gremiales y las dos más grandes (Provida y Santa María) que pertenecían a grupos económicos, hoy, en más de la mitad, son propiedad de miles de capitalistas populares. Por tanto, ese temor no resulta acorde con la realidad actual.

La acción de la discordia

En relación a la acción de ahorro o preferente que los empresarios están solicitando como instrumento de inversión alternativo a la acción ordinaria, el superintendente es enfático:

—Rechazo la posibilidad de que las AFP, poniendo el capital, no participen con voz y voto en el directorio. Ellas están capacitadas para administrar empresas y si no son expertos, tendrán que contratar especialistas. No pueden cautelar los fondos de espaldas al directorio, el que podría acordar no reflejar utilidades para no repartir dividendos, por preferentes que ellos sean.

—Pero eso se puede negociar a prori, antes que las AFP compren las acciones preferentes.

—Entonces ya no es una acción, sino un bono, con el que no se corre ningún riesgo ni tampoco abliga a participar en la administración. Pero las empresas no pueden asegurar un beneficio con la acción.

—Si la empresa no paga durante tres años los dividendos esperados, entonces las AFP podrían ejercer el derecho a un retiro anticipado de dichas acciones.

—Y ¿qué voy a retirar si la empresa no pagó los dividendos? Si me pagan las acciones al valor del momento, éste será muy bajo por la misma razón de que la empresa no fue capaz de generar utilidades.

25/3/87

PRESIDENTE DE ASOCIACION DE AFP:

Cambios a Normas de Inversión Perfeccionan El Sistema Previsional

● Las modificaciones amplían las posibilidades de inversión con recursos de los Fondos de Pensiones y mejoran las expectativas previsionales, indicó Sergio Baeza.

El presidente de la Asociación de AFP, Sergio Baeza, calificó como altamente positivos los cambios introducidos por la autoridad al Reglamento de Clasificación de los instrumentos financieros que se pueden adquirir con los recursos de los fondos de pensiones.

El personero indicó que las modificaciones contenidas en el Decreto Supremo 74 tienen la importancia de reflejar el constante perfeccionamiento del sistema previsional privado.

Respecto a su significado, Baeza señaló que ellas amplían las posibilidad de inversión, al incorporarse a aquellas empresas que antes no podían siquiera clasificar. Y al permitir la diversificación de las inversiones mejora las expectativas previsionales, señaló.

Entre las reformas Baeza destacó el hecho que se permitirá la clasificación de empresas nuevas sin historial financiero-contable de a los menos tres años.

En cuanto a las acciones, señaló que las empresas nuevas pueden ser aprobadas por la Comisión Clasificadora y en consecuencia adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones, si cumplen con las condiciones estipuladas, como son el que sus estados financieros sean aceptados como confiables, que la empresa no debe encontrarse en etapa de desarrollo; que sus estatutos contemplen normas respecto de la política de administración que contengan a lo menos políticas de financiamiento e inversión, de entrega de garantías y fianzas, y de liquidez, entre otras condiciones.

Baeza puntualizó, asimismo, que respecto de los estatutos sociales de estas empresas, éstos no deben contemplar privilegios o protección especial para acciones distintas a las que pueden ser adquiridas por las AFP y no deben contemplar en sus cláusulas factores que afecten negativamente la protección que representa la solvencia del emisor.

Asimismo, resaltó que las empresas nuevas, al momento de solicitar la aprobación de sus acciones, deberán presentar las garantías que constituyan una caución del fiel cumplimiento de la política de administración inserta en sus estatutos sociales.

Al respecto, precisó que tal garantía constituida a favor de las AFP, debe reunir los siguientes requisitos: vigencia máxima de cinco años; garantizar que las AFP recuperarán al menos el 75% de la inversión en caso de incumplimiento y no afectar el patrimonio de la empresa. Por último, que la empresa debe estar dispuesta a celebrar convenios de desconcentración de su propiedad, si así lo indica la Comisión Clasificadora.

EL MERCURIO — Martes 25 de Agosto de 1987

EL MERCURIO

FUNDADO POR AGUSTIN EDWARDS

Reformas Previsionales

Las recientes reformas al nuevo sistema previsional son muy importantes e introducen 62 modificaciones de envergadura en algunos aspectos, pero no alteran los principios que inspiraron la modernización de este sector. Por el contrario, los reafirman, recogiendo de la experiencia de más de seis años de funcionamiento del sistema todos los elementos que mejor pueden consolidarlo.

Una de aquéllas es la rebaja escalonada del capital mínimo, de manera que hasta con un monto de cinco mil UF y no más de cinco mil afiliados puedan constituirse administradoras pequeñas. Esto permitirá a los trabajadores que lo deseen y demuestren alguna capacidad de organización, constituir su propia AFP, asumiendo el riesgo correspondiente. Es éste un desafío para las directivas sindicales, que deberán probar su idoneidad para llevar a la práctica lo que habían venido reclamando. Esta reforma podría tener profundas repercusiones en la estructura sindical del país. En todo caso, para no obligar en la práctica a las AFP pequeñas a invertir sumas cuantiosas en infraestructura computacional y física, así como en personal especializado, se faculta a las más grandes —con capital de 20 mil UF— para celebrar con las más pequeñas contratos de prestación de servicios.

Desde otra perspectiva, esta reforma tendrá efectos evidentes en la ampliación de la competencia entre las AFP, evitando los aspectos indeseables de una eventual concentración excesiva.

El ahorro y la inversión a nivel nacional deberían verse favorecidos asimismo con la modificación en virtud de la cual se abrió la opción de mantener una cuenta de ahorro voluntario, sin mínimo, de la que el afiliado puede girar libremente hasta cuatro veces por año, pero que, si lo desea, es suceptible de traspasar a su cuenta de capitalización individual, para aumentar el monto de su pensión o jubilar anticipadamente. Este mecanismo, que no ha sido planteada como alternativa, sino como complemento a otras formas de ahorro institucional del afiliado, es una de las modalidades que puede revestir la jubilación anticipada, basada en el esfuerzo de ahorro personal y no con cargo a toda la sociedad, como ocurría antes de la reforma de 1980. También se crea así una mayor vinculación entre la AFP y el afiliado, al que interesa inmediatamente la suerte de aquélla, pues será la suerte, no sólo de su futura previsión, sino también de sus ahorros actuales.

Desde el punto de vista de la inversión, además, las reformas abren otras opciones: al reducirse los requisitos de concentración de las empresas en cuyos títulos pueden invertir las AFP, esta flexibilización puede significar para dichas empresas una fuente importante de recursos, sin que deban acudir al crédito. Al parecer, varias empresas importantes ya están adaptándose a esta nueva realidad, para aprovechar sus potencialidades. Ello debería tonificar al sector privado, en el que las AFP no habían podido invertir hasta ahora en cuantías considerables. Incluso es posible que, al menos en parte, las recientes tendencias alcistas en la bolsa no sean del todo ajenas a este desarrollo previsional.

Los temores expresados hace algún tiempo en cuanto a que estas reformas significarían un golpe para los sistemas financieros ya establecidos no parecen demasiado fundados. En realidad, se trata de ahorro nuevo, que no se estaba produciendo ni se produciría a través de las vías tradicionales; además, en cualquier caso una parte de él irá al sistema financiero.

Este nuevo perfeccionamiento previsional puede considerarse una demostración de la madurez alcanzada por el sistema reformado y debe ser acogido con general complacencia.

17/9/87

ENERO-JULIO:

AFP Ganaron $ 1.958 Millones

- Provida, Santa María y Habitat, obtuvieron los mejores resultados.
- Sólo Invierta registró pérdidas en el período.

Utilidades que superaron levemente los $ 1.958 millones registraron en el período enero-julio del presente año las administradoras de fondos de pensiones, según se desprende de los antecedentes proporcionados por la Superintendencia del área.

Las AFP Provida, Santa María y Habitat lograron las más altas utilidades en dicho lapso, en tanto que Invierta fue la única entidad que registró resultados negativos.

En los primeros siete meses del año, Provida, la primera en el ranking, obtuvo una utilidad de $ 518,3 millones y de $ 63,5 millones en el mes de julio. La utilidad operacional alcanzó a $ 669,9 millones y en el ejercicio no operacional registró una pérdida de $ 96,2 millones.

Santa María, por su parte, logró en el lapso en estudio una utilidad de $ 493,4 millones y de $ 43 millones en julio. El ejercicio operacional mostró una utilidad de $ 662,6 millones y el no operacional una pérdida de $ 117,1 millones.

Habitat logró en los siete primeros meses del año una utilidad de $ 439,8 millones y de $ 59,8 millones en julio. El ejercicio operacional arrojó una utilidad de $ 535,9 millones y el no operacional una pérdida de $ 52,3 millones.

En cuanto a los resultados del mes de julio, se tiene que Summa registró una utilidad de $ 42,8 millones; Unión, $ 25 millones; Protección, $ 5,8 millones; Cuprum, $ 3,5 millones; Magister, $ 3,2 millones; El Libertador, $ 2,7 millones; Concordia, $ 1,5 millones; e Invierta, $ 1,2 millones. Planvital fue la única AFP que en julio registró una pérdida, la que alcanzó a $ 688.000.

RESULTADOS DE LAS AFP
Enero-Julio 1987
(Millones de pesos)

PROVIDA	518,3
Santa María	493,4
HABITAT	439,8
Summa	235,9
UNION AFP	162,2
PROTECCION	30,8
CUPRUM	23,6
Magister	21,0
CONCORDIA	18,4
Planvital	16,4
EL LIBERTADOR	8,7
INVIERTA	-10,2

Expresadas en acciones, informó Rodrigo Manubens

Utilidades de $ 14 mil millones obtuvieron inversiones de AFP

■ Cifra corresponde al período enero-noviembre de este año
■ Gerente general de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones refutó críticas de dirigente político

A casi 14 mil millones de pesos ascienden las utilidades generadas por las inversiones de las AFP en acciones, durante el período enero-noviembre de este año, según lo informó ayer el gerente general de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones, Rodrigo Manubens.

El ejecutivo precisó que "dentro del mercado de valores, donde lo normal es que los precios de las acciones sufran variaciones, una disminución como la experimentada recientemente, no constituye una pérdida para los fondos ya que dentro del marco de largo plazo, éstas han resultado altamente rentables. Desde el mes de enero hasta noviembre de este año, período en el cual se incluye la reciente baja de precios, ellas han generado una utilidad de 13 mil 80 millones de pesos".

Manubens rechazó así ciertas declaraciones vertidas a la prensa por un dirigente político y sindical, quien había señalado que las inversiones de las AFP en acciones habrían generado una pérdida de 9 mil millones de pesos en los últimos 40 días, vale decir desde el primero de octubre a la fecha. Según el dirigente —además— este tipo de inversiones tiene carácter "especulativo".

Al responder y refutar cada uno de los cargos, Rodrigo Manubens dijo que la inversión de los fondos de pensiones en el mercado accionario "no puede calificarse de especulativa, puesto que ella se efectúa con criterio de largo plazo, vale decir con la intención de permanecer como inversionistas durante un período prolongado de tiempo y no bajo el criterio de aprovechar las fluctuaciones de los valores para hacer ganancias especulativas".

Precisó que "bajo este esquema, si bien el precio de la Bolsa determina una valoración diaria de la cuota, por lo cual una baja tiende a reducir la rentabilidad en el corto plazo, ello no ocurre en el largo plazo, en donde las variaciones tienden a anularse, primando sobre ellas la rentabilidad de las empresas en cuyas acciones se tenga invertido".

Destacó que las empresas en cuyas acciones ha invertido el sistema de AFP están registrando importantes utilidades, cuyos dividendos son entregados a los fondos de pensiones. "De hecho —dijo— sólo en el segundo semestre de este año los fondos han recibido un total de 1 mil 436 millones de pesos en dividendos".

Manubens señaló que "dada la diversificación de los fondos, para que ocurra una disminución en la rentabilidad de los fondos en un 1 por ciento, las acciones deberían bajar en un 16 por ciento. Tal es así que entre el 30 de septiembre y el 4 de noviembre pasados, los fondos ganaron un 1 por ciento".

Al pasado 30 de octubre, el total de los fondos de pensiones alcanzó a 597 mil 618 millones de pesos y la participación accionaria se presenta en el gráfico publicado junto a esta información. De acuerdo a estas estadísticas, sólo el 6,35 por ciento de los fondos se encuentra invertido en acciones.

Declaró además que "es importante considerar que, frente a situaciones financieras inestables o críticas, las empresas deben estar preparadas para afrontarlas sin mayores problemas, lo que hace imprescindible que cuenten con la posibilidad de financiarse con capital propio y no con deuda. Ello no es otra cosa que permitir que sus acciones sean adquiridas por inversionistas como pueden ser los fondos de pensiones, lo que en definitiva redunda en un menor riesgo para las inversiones de estos últimos, ya que se encuentran destinados a empresas financieramente más sólidas".

PARTICIPACION ACCIONARIA AL 30 DE OCTUBRE

Empresa	% empresa	% sobre Fondo
ENTEL	27,72%	1,45%
CHILMETRO	29,02%	1,27%
CHILQUINTA	19,05%	0,2 %
CHILGENER	30,24%	0,69%
LAB. CHILE	9,56%	0,04%
SOQUIMICH	25,89%	1,8 %
CARB. SCHWAGER	1,46%	0,01%
CIA. DE TELEFONOS	7,42%	0,9 %
		6,35%

Títulos adquiridos por las AFP

En un 90% han aumentado precios de las acciones

■ Completo informe entregó Superintendencia respectiva

Las acciones de sociedades anónimas adquiridas por las administradoras de fondos de pensiones han aumentado su valor en un 90 por ciento desde su compra hasta en la actualidad, incluida la reciente baja bursátil.

Así lo señala un informe entregado a la prensa por la Superintendencia de AFP, en la que manifiesta que "días atrás el dirigente político Ricardo Hormazábal formuló declaraciones señalando que los fondos de pensiones, a raíz de la baja de las bolsas de los principales centros comerciales en el mundo, habían perdido 9 mil millones de pesos y que, a su juicio, ello demostraba lo inconveniente de invertir parte de los recursos en la propiedad de las empresas".

"Las cifras —especifica la declaración— demuestran lo contrario. Los recursos invertidos en acciones han aumentado de valor casi al doble (en un 90%) más que si se hubieran invertido en acciones en papeles de renta fija, incluida la caída de octubre.

Esto significa —dice la Superintendencia— que por cada 100 pesos invertidos en acciones, cada trabajador chileno tiene hoy 190 pesos en su cuenta de ahorro previsional".

Afirma la entidad que la rentabilidad de las inversiones en acciones desde que se compraron y hasta el 31 de octubre de 1987, ha sido de un 148 por ciento, mientras que los papeles de renta fija para el mismo período fue de 58 por ciento. La diferencia: 90 por ciento.

Precisa que queda demostrada claramente la ganancia extra que ha significado a los fondos de los trabajadores la política de invertir parte de los recursos en acciones, a pesar de la baja experimentada por la bolsa últimamente.

Agrega que para juzgar el éxito o fracaso de una inversión, no pueden seleccionarse valores en un período arbitrario de tiempo, sino que debe compararse el monto total invertido originalmente y su valor actual.

COMISIONES DE AFP

En otro informe la Superintendencia informa que debido a recientes modificaciones legales, desde enero la entidad entregará periódicamente información sobre las comisiones que cobran las AFP.

Las comisiones más la cotización adicional que regirán durante el mes de diciembre en pesos para las diferentes AFP, son las siguientes: Protección, 1.329; Habitat, 1.338; Provida, 1.435; Santa María, 1.452; Cuprum, 1.481; Summa, 1.506; El Libertador, 1.514; Planvital, 1.535; Unión, 1.558; Concordia, 1.574; Magister, 1.627, e Invierta, 1.638.

Este costo por AFP está calculado para un saldo acumulado (sin incluir el bono de reconocimiento) de 350 mil y para un ingreso imponible de 35 mil mensuales.



"Declaraciones de dirigentes políticos sólo inducen a desinformar en forma irresponsable a los afiliados al sistema de pensiones", señaló el gerente general de la asociación de AFP, Rodrigo Manubens.

De manera irresponsable, dijo el ejecutivo

Manubens: "Declaraciones provocan desinformación"

El gerente general de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones, Rodrigo Manubens, señaló ayer que "resulta desalentador constatar que un dirigente político y sindical —a través de declaraciones públicas— induzca a desinformar en forma irresponsable a los afiliados al sistema de pensiones".

El ejecutivo criticó duramente las declaraciones de Ricardo Hormazábal, quien señaló en días recientes que las AFP habían registrado cuantiosas pérdidas a raíz de la baja accionaria.

Sobre el particular, Manubens comentó que esto adopta una posición que no es otra que dar la espalda a empresas nacionales, tratando de desincentivar la inversión en las mismas, siendo que éstas constituyen una fuente de desarrollo para el país y de trabajo para una gran cantidad de familias chilenas .

US$ 480 mil

Importante partida de caballares chilenos a Asia

■ Comienzan a ser embarcados hoy en el puerto de San Antonio

Mil caballares de trabajo con destino a países asiáticos, comenzarán a ser embarcados en la tarde de hoy en San Antonio, en una operación de exportación de características inéditas. El embarque se hará en la motonave Alondra, carguero de bandera danesa, diseñado especialmente para el transporte de grandes partidas de ganado vivo.

La exportación, por valor de 480 mil dólares, es la primera de caballos para faenas agrícolas y por tan elevado número que realiza nuestro país, así como la primera que se hace al Asia. Hasta ahora, sólo se habían colocado en el extranjero, en forma individual o en pequeñas partidas, equinos finasangre de carrera, polo y caballos criollos inscritos.

Para reunir tan elevada cantidad de animales, la empresa exportadora, Agentes Ganaderos S.A., debió colocar pedidos en todo el país y recurrir a diversas firmas y productores del ramo.

Asimismo, ha sido necesario herrar los mil caballos y proveerlos de 350 toneladas de forraje para la larga travesía marítima y fabricar 1000 bozales especiales. Por otra parte, tratándose de una primera exportación masiva de animales rústicos, fue preciso dar cumplimiento a severas exigencias de carácter sanitario y de selección por tipo y calidad.

DAE
DIRECCION DE APROVISIONAMIENTO DEL ESTADO

PROPUESTA PRIVADA Nº 170, — 25-XI-87 A LAS 11:00 HRS.

POR 30.000 TALONARIOS FORM. Nº 1931—7 PAGO MENSUAL COTIZACIONES IMPONENTES INDEPENDIENTES

PARA: SERVICIO SEGURO SOCIAL

BASES Y ANTECEDENTES de esta Propuesta pueden retirarse en Amunátegui 66, Of. 42 de 9,00 a 14,00 Hrs.

EL DIRECTOR

EL MERCURIO — Miércoles 18 de Noviembre de 1987

DURANTE EL PRESENTE AÑO:

$ 13.806 Millones Han Ganado las AFP por la Inversión en Acciones

- Rodrigo Manubens, gerente general de la Asociación que agrupa a estas instituciones, dijo que no es efectivo que las inversiones en estos títulos hayan generado pérdidas por $ 9.000 millones en los últimos 40 días.

- Similares conceptos vertió la Superintendencia de AFP.

El gerente general de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), Rodrigo Manubens, afirmó que entre enero y noviembre de este año las inversiones en acciones de esas entidades han generado utilidades por $ 13.806 millones.

En conferencia de prensa, Manubens explicó que no son efectivas las cifras dadas a conocer recientemente por el dirigente político y sindical Ricardo Hormazábal, quien sostuvo que las inversiones de las AFP en acciones generaron una pérdida de 9 mil millones de pesos desde el 1o. de octubre a la fecha.

Según Manubens, la crisis bursátil significó que entre el 19 de octubre y los primeros días de noviembre las AFP tuvieran una menor ganancia de $ 7.000 a $ 8.000 millones, pero en ningún caso ello significa una pérdida.

Señaló que entre el 30 de septiembre y el 4 de noviembre pasados, los Fondos ganaron un 1% y sostuvo que, dada la diversificación de los Fondos, para que ocurra una disminución en la rentabilidad de los mismos las acciones deberían bajar en un 16%.

Hizo presente que actualmente sólo el 6,35% de los Fondos se encuentra invertido en acciones.

También respondiendo planteamientos del citado dirigente, Manubens puntualizó que la inversión de los Fondos de Pensiones en el mercado accionario no puede calificarse de especulativa puesto que ella se efectúa con criterio de largo plazo y "no bajo el criterio de aprovechar las fluctuaciones de los valores para hacer ganancias especulativas".

Agregó que las empresas en cuyas acciones ha invertido el sistema de AFP están registrando importantes utilidades con la consiguiente entrega de dividendos a los Fondos de Pensiones. Al respecto, informó que sólo en el segundo semestre de este año los Fondos han recibido un total de $ 1.436 millones en dividendos.

Consultado sobre supuestas ganancias excesivas de las Administradoras de Fondos de Pensiones, Manubens dijo que entre septiembre de 1986 y septiembre de 1987 la rentabilidad de los fondos de los imponentes era de UF más 8% y este año será de UF más 7%, mientras que para las administradoras es de UF más 2%.

SUPERINTENDENCIA DE AFP

Por otra parte, la Superintendencia de AFP emitió ayer un comunicado en el que se refiere a las declaraciones del dirigente Ricardo Hormazábal.

Indica el organismo contralor que "los recursos invertidos en acciones han aumentado de valor casi al doble (en un 90%) más que si se hubieran invertido en papeles de renta fija, incluída la caída de octubre".

Agrega que lo anterior significa que por cada $ 100 invertidos en acciones, cada trabajador chileno tiene hoy $ 190 pesos en su cuenta de ahorro previsional y que "la rentabilidad de las inversiones en acciones desde que se compraron y hasta el 31 de octubre de 1987, ha sido de 148%, mientras que la de papeles de renta fija para el mismo período fue de 58%. Diferencia: 90%".

Expresa que para juzgar el éxito o fracaso de una inversión, no pueden seleccionarse valores en un período arbitrario, sino que debe compararse el monto total invertido originalmente y su valor actual.

Las AFP: motor del nuevo mercado de capitales

por Francisco Pérez

Cuando se analiza la reforma previsional chilena, el grueso de los estudios se concentran en las pensiones del nuevo esquema de capitalización versus el antiguo de reparto, en los beneficios otorgados por cada cual y en las proyecciones del nuevo sistema. En jerga contable, ello equivale a observar los pasivos del sistema previsional. Esto es, el desarrollo y destino de las cuentas individuales. Sin embargo, la contraparte de las cuentas individuales está constituida por inversiones financieras, las que originan las rentabilidades y reajustes de dichas cuentas.

Quizás aún más espectacular que el cambio generado en las propias pensiones resulta el efecto que el sistema de capitalización individual ha tenido, y se proyecta tendrá, sobre el mercado de capitales. En efecto, las cifras involucradas para satisfacer la demanda por instrumentos financieros que se genera año a año por parte del sector previsional, son de tal magnitud que es necesario comenzar a estudiar la posible existencia de cuellos de botella en la generación de instrumentos financieros para inversión.

Proyecciones

Existe consenso entre los analistas en que los Fondos de Pensiones crecerán a ritmo acelerado durante lo que queda de este siglo. Ello como resultado de los siguientes elementos: a) Los fondos ya acumulados devengan intereses que se agregan a la masa ahorrada; b) Los afiliados actuales pagan, mes a mes, un 10% de su salario a los fondos; c) Quienes ingresan a la fuerza de trabajo se agregan a la masa de afiliados; y, d) Dado el reciente comienzo del sistema, aún no se generan egresos por concepto de jubilaciones proporcionales al tamaño de los fondos.

Los Fondos de Pensiones han pasado de representar un 0,3% del PGB en diciembre de 1981 a un 13,4% del PGB a junio de 1987 con un total de $ 529.000 millones. (Ver Cuadro N° 1).

Durante 1985 el crecimiento de los fondos representó un 43% del total de ahorro financiero privado del país (medido como M7-M1). Por otra parte, el crecimiento de los fondos representó ese año un 19% del ahorro total de la economía y un 49% del ahorro interno.

Cuadro N° 1

Saldos de los Fondos de Pensiones
(Millones de $ de Dic. 1986)

Año	Saldos a diciembre	Variación %	% del PGB
81	11.109	-	0,3
82	44.823	276	1,5
83	99.866	123	3,3
84	161.769	62	5,0
85	281.637	74	8,6
86	433.868	54	12,5
87 (a jun)	529.000	22	13,4

Ello da una diea de la magnitud de los montos involucrados.

Al proyectar estas cifras hacia el futuro nos encontramos con que, según el modelo y/o trabajo que se tome, los saldos en los Fondos de Pensiones de los imponentes activos sumarán, el año 2015, entre un 60% y un 80% del PGB. Para el año 2000 se proyectan cifras en torno al 43%.

Al agregar los fondos que se espera acumulen las Cías. de Seguros de Vida y las propias AFP para los pensionados, las cifras totales se elevan otro 50%. Así, el total de fondos llegará a superar al PGB.

Como veremos más adelante, con ello se hace urgente el estimular la creación de instrumentos financieros para que los inversionistas institucionales puedan colocar sus ahorros sin tener que hacer sacrificios significativos en tasas de retorno.

El Cuadro N° 2 resume las carteras de los principales inversionistas institucionales. Llaman la atención la fuerte participación de instrumentos estatales y la falta de presencia de instrumentos accionarios.

Entre 1974 y 1986 los pasivos-instrumentos-financieros crecieron a un ritmo medio anual de 24%, lo que equivale a que año a año se agreguen 5.5 puntos de PGB en títulos financieros. Dicha tasa de crecimiento ha venido cayendo a partir de 1980. Si tomamos las distintas proyecciones efectuadas podemos ver que entre 1987 y 2000 habrá que colocar adicionalmente, sólo en fondos previsionales y excluidas las Cías. de Seguros de Vida, cifras del orden de US$ 6 mil millones. Ello representa un volumen anual promedio de US$ 430 millones, es decir, 2,9% del PGB. Si a esto se agregan las Cías. de Seguros y las demandas por instrumentos financieros que normalmente han venido del resto de la economía, podemos llegar a cifras cercanas a 6,2% del PGB p.a. (2,9% para Fondos de Pensiones, 1,5% para Cías. de Seguros y 1,8% para que el resto de la economía pueda mantenerse en una relación instrumentos financieros a PGB de 60% dado un crecimiento de 3% p.a.).

Generar activos financieros cercanos al 5% del PGB por año es una tarea que excede con creces lo hecho hasta ahora. El desafío que enfrentamos consiste en lograr que el ajuste venga más por cantidad y no tanto vía precios para que no se vean lesionadas las futuras pensiones.

Al mismo tiempo es necesario, por un lado, eliminar las segmentaciones que puedan existir en nuestro mercado de capitales para evitar que toda la demanda se concentre en un pequeño segmento del mercado generando una inflación artificial en los precios de unos pocos activos financieros, y por otro, evitar que el aumento de pasivos se desequilibre hacia una mayor cantidad de deuda en vez de inclinarse hacia mayores volúmenes de capital propio. Deben, por tanto, introducirse estímulos que permitan a las acciones aumentar su participación en los pasivos financieros totales.

Necesidades de inversión

Aunque no existen estudios acabados referentes a la relación que hay entre PGB y nivel de activos de la economía, se puede estimar una relación de dicha índole sobre la base de las tasas capital-/producto.

Si suponemos un valor entre 2 y 3 para tal relación, ello nos indica que el capital (Activos) de la economía es de aproximadamente 2 a 3 veces el PGB. Estas relaciones normalmente se refieren a capital físico formado a través de inversión y excluyen por tanto el valor representado por los recursos naturales entre los que se cuentan, entre otros, para el caso de Chile: la tierra cultivable, las reservas mineras, los recursos pesqueros, las reservas forestales, y los recursos hidráulicos.

Para poder configurar un orden de magnitud del valor de la suma de activos que posee la economía, habría que agregar el valor de los recursos naturales a los de la inversión. Si tenemos en cuenta que los sectores agrícola, forestal, pesquero, minero y de electricidad, gas y agua representan alrededor de un 20% del PGB y que por cierto no todo ese producto puede atribuirse a los recursos naturales, se puede pensar que en el menor de los casos el valor de ellos se acercará a una vez el PGB. Con ello tenemos que la relación *activos/PGB* se debe situar en el *rango de 3,5 veces*.

De ser así, en el año 73 tan sólo un 2% de los activos de la economía habrían estado respaldando instrumentos financieros. En 1986 dicha cifra se acerca al 21,5%. *Ello quiere decir que aproximadamente 1/5 de los activos de la economía se encuentran "securitizados", es decir, representados en instrumentos financieros cuyos tenedores son acreedores locales o accionistas*. Por otra parte, nuestra abultada deuda externa implica que un 30% de los activos de nuestra economía "pertenecen" a acreedores externos. Con ello el volumen de pasivos financieros totales —internos más externos— es cercano al 50% del total de activos de nuestra economía. En otras palabras nuestra economía consolidada trabaja con una relación activos reales totales a pasivos financieros de 2 a 1, lo que implica una relación deuda-capital de aproximadamente 1 a 1.

Cuadro N° 2

Cartera de Inversionistas Institucionales

Fondos de Pensiones (US$ MM)	1984	1985	1986
Banco Central y Tesorería	473.5	679.5	986.0
Depósitos	137.0	357.8	483.7
Letras Hipotecarias	482.8	565.5	539.2
Bonos Bancarios	6.6	6.0	5.7
Bonos Empresas	20.3	15.3	17.5
Acciones	0.0	0.4	79.3
TOTAL	1.120.2	1.624.5	2.377.7

Fondos Mutuos (US$ MM)	1984	1985	1986
Papeles Sector Público	23.1	11.0	29.3
Depósitos	40.1	95.1	124.4
Letras Hipotecarias	9.9	3.3	12.2
Bonos Empresas	0.0	0.0	2.4
Acciones	1.1	0.0	2.4
Otros	0.5	0.5	1.0
TOTAL	74.7	109.9	171.7

Compañías de Seguros (US$ MM)	1984	1985	1986
Instrumentos de Deuda	406.4	326.9	423.9
Inversion Hipotecaria y en Bienes Raíces	64.9	52.2	56.8
Acciones	70.5	64.8	45.5
Otros	0.8	11.5	13.1
TOTAL	542.6	455.4	539.3

Los estrechos límites

La normativa actual incorpora tanto límites por emisor como por instrumento. El Cuadro N° 3 resume dichos límites. Las restricciones por emisor son establecidas en forma tal de evitar una concentración excesiva de los fondos en instrumentos del Estado o en el corto plazo del sistema bancario. Al menos eso se desprende de comparar dichos límites con los saldos actualmente mantenidos por el sistema previsional por categoría (Ver Cuadro N° 4). Ello porque son esas categorías las que más se acercan a los máximos permitidos.

Por otra parte, los límites por emisor tienen por fin:

a) evitar que un fondo se concentre proporcionalmente en un solo deudor;

b) limitar la inversión más fuertemente cuando el emisor sea percibido por la autoridad como riesgoso;

c) evitar que una AFP concentre un porcentaje importante de cada emisión (bonos no más del 20% y acciones no más del 5%), y, finalmente,

d) evitar que las AFP puedan invertir montos significativos en acciones de empresas.

Sin embargo, los límites de inversión no han sido estáticos a través del tiempo. La autoridad ha debido en el pasado ir adecuándolos al desarrollo de la economía y de los saldos acumulados en los fondos.

Para entender bien el resultado práctico de la aplicación de estos límites hay que analizar su efecto combinado. A modo de ejemplo el límite de 30% asignado al instrumento acciones se copa antes debido a que, al ser pocos los emisores elegibles, prima aquel de 5% de cada emisión.

Si revisamos la evolución de los límites por instrumentos, se observa que se han producido tres cambios: a) El máximo porcentaje permitido para la deuda pública cayó de 100% a 50%; b) El máximo asignado para bonos, en un principio en 60%, fue reducido a 40%; y c) Se incorporarán las acciones con un límite de 30%.

No han sido variados ni los máximos para letras hipotecarias ni los máximos para depósitos bancarios.

En cuanto a los límites por emisor asignados a instituciones financieras, se han producido sólo dos cambios: a) Se introdujo, a mediados de 1985, un factor de riesgo para ajustar dicho límite al riesgo del emisor; y b) Se introdujo un nuevo límite basado en la participación de mercado de cada AFP.

Cuadro N° 3
Límites de Inversión del Fondo de Pensiones

Límites de Inversión por instrumento		Límites de Inversión por Emisor	
Instrumentos estatales	50%	Instituciones del Estado	50%
Letras hipotecarias	80%	Instituciones financieras	
Depósitos y títulos garantizados por Inst. Financ. - Largo plazo	40%	El menor entre: - 15% fondo AFP - 3 x patrimonio institución x fondo/fondo total - Límite de riesgo	
Depósitos y títulos garantizados por Inst. Financ. - Corto plazo	30%		
Bonos de empresas públicas y privadas	40%	Bonos de empresas El menor entre: - 20% emisión - 5% AFP - límite de riesgo	
Acciones de sociedades anónimas abiertas	30%	Acciones de empresas El menor entre: - 5% fondo AFP - 5% emisión - Límite de concentración accionaria	
Cuotas otros fondos	20%	Fondos de pensiones	5%

En cuanto a acciones, el cambio más relevante ha sido la inclusión de empresas concentradas. El efecto de esta liberalización está por verse. Se piensa que dicha modificación sólo permitirá la inclusión de unos pocos emisores. Serán casos aislados, más que un cambio radical en el número de empresas elegibles.

Al estar algunos límites definidos como porcentaje del fondo, ellos crecen con el aumento que experimentan los saldos acumulados en las AFP. Tal es el caso de todos los límites actuales por tipo de instrumento y de aquel asignado al Estado como emisor (Ver Cuadro N° 3). Sin embargo: i) ni el límite de riesgo asociado a las instituciones financieras, ii) ni el propio asignado a los bonos, iii) ni los límites por emisor (bonos y acciones), se expanden con el crecimiento de los fondos.

Por otra parte, no sólo la autoridad establece límites a las inversiones que pueden hacer las AFP. El mercado a través de su oferta de títulos impone severas restricciones a lo disponible. Son pocas las empresas que son, o quieren ser, potenciales emisoras de títulos para AFP. Son escasos los instrumentos de largo plazo emitidos por Bancos, y el Estado ya no emite, como antes, importantes cantidades de títulos debido a lo reducido de su déficit. En efecto, aunque se ha llegado a estimar que el déficit previsional del sector público es de 4,5% del PGB, similar a las necesidades de inversión de las AFP, lo cierto es que el déficit total no es más que 1.5% del PGB (el Estado muestra un superávit de 3% del PGB excluido el sistema previsional antiguo). Es por ello que no deben esperarse grandes demandas por

Cuadro N° 4

Cartera de los Fondos de Pensiones
(%)

	Dic. 1981	Dic. 1982	Dic. 1983	Dic. 1984	Dic. 1985	Dic. 1986
Banco Central y Tesorería	28.1	26.0	44.5	42.2	42.6	46.6
Letras de Crédito	9.4	46.8	0.6	43.1	35.3	25.5
Bonos y Debentures	0.6	0.6	2.2	2.4	1.5	1.1
Depósitos a plazo	61.9	26.6	2.7	12.3	20.5	22.9
Acciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	3.8
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

El límite máximo como porcentaje del fondo no ha cambiado (15%) y el múltiplo del Banco Central fue subido temporalmente para volver a 2.0.

En cuanto a los límites para empresas, se incluyó el factor de riesgo como determinante de límites por emisor. También se ajustaron los límites a capitales netos de inversiones relacionadas, se redujo el límite máximo de 10% del Fondo a 5%.

fondos locales por parte del Estado. Más aún, se piensa que éste obtendrá de financiamiento externo una cifra cercana a su déficit actual.

Al analizar primeramente las implicancias del crecimiento propio de los fondos sobre los límites que los afectan, nos encontramos con que cada peso adicional que entra al sistema aumenta en $ 0.50 el límite estatal, en $ 0.80 el límite cartera hipotecaria, en $ 0.30 el límite depósitos bancarios, el $ 0.10 el límite depósitos bancarios de largo plazo, y en $ 0.30 el límite acciones.

Efecto agregado: $ 2.00 en mayor espacio para invertir. Es decir, cada $ 1 adicional trae consigo $ 2 de margen de inversión por tipo de instrumento por lo que aparentemente no hay problema.

Sin embargo, como hay otras restricciones de oferta que se suman a las legales, la verdadera expansión de límites efectivos de inversión es mucho más restringida que la mostrada anteriormente.

Para dar un ejemplo, si suponemos que las letras hipotecarias y los depósitos bancarios de largo plazo no cuentan con oferta incremental significativa y que las acciones se encuentran limitadas por restricciones del lado del emisor, cada $ 1 marginal traerá consigo sólo $ 0,80 de límites adicionales. Ello se traducirá en que los $ 0,20 restantes irán copando holguras existentes hasta agotarlas.

"Securitizar"

Tal es la magnitud de los fondos que acumulan las AFP y Compañías de Seguros de Vida que se hace necesario incorporar nuevas formas de inversión y control. Por una parte, se puede optar por "securitizar" los activos reales de la economía. Esto es, transformar los activos reales en instrumentos financieros mediante la emisión de bonos contra garantías reales. Por otra, se puede permitir una mayor integración del mercado de capitales con el de bienes, autorizando inversiones directas en activos reales (bienes raíces, equipos e instalaciones, cuentas y documentos por cobrar, etc.). El primer camino requiere de modificaciones legales de envergadura que incluyen la redefinición del concepto jurídico de obligación financiera. El segundo camino requiere de sistemas de control de inversiones más sofisticados y complejos. De ambos caminos, el "securitizar" los activos reales resulta más conveniente puesto que dicha modalidad implica que la inversión será más simple y contará con mayor liquidez que el activo real mismo.

A la vez permite que los activos reales se hagan divisibles pudiendo comprar una parte de ellos cada uno de varios inversionistas.

Para implementar la creación de nuevos instrumentos respaldados por activos reales habrá también que modificar las normas de clasificación de riesgos, permitiendo la clasificación sobre la base, fundamentalmente, de garantías. Por otra parte, la autoridad pertinente deberá además ajustar sus normas de valoración y control para poder incluir inversiones más difíciles de valorar y transar.

"Sólo si se expande la frontera de posibilidades de inversión habrá donde colocar los recursos de los afiliados a tasas de retorno que permitan pensiones dignas."

Los costos asociados a la expansión de la frontera de posibilidades de inversión son claros. Instrumentos financieros más complejos o activos reales no ofrecen las mismas ventajas de liquidez y de fácil valoración y control que bonos emitidos por el Estado o instrumentos bancarios. Ello hará más difícil el velar por la "transparencia".

Sin embargo, los beneficios son también claros y abundantes: sólo si se expande la frontera de posibilidades de inversión habrá donde colocar los recursos de los afiliados a tasas de retorno que permitan pensiones dignas. El sistema actual, que ha establecido la administración delegada en el sector privado, para los Fondos de Pensiones, debe permitir a los administradores mayor espacio para buscar nuevas inversiones, siendo consecuente con la idea de que las AFP serán administradores eficientes y honrados.

La ampliación del espectro elegible para invertir los fondos acumulados por los inversionistas institucionales puede lograrse por una parte con la expansión del conjunto de lo elegible dentro del universo de títulos existentes. Por otra, también con la incorporación de nuevos emisores a la generación de instrumentos de oferta pública y con la creación de nuevos instrumentos. De tal manera, tanto si la normativa hace elegibles más títulos hoy día existentes, como si se agregan nuevos emisores de títulos actualmente apropiados o nuevos títulos de emisores, la frontera de posibilidades de inversión se expandirá.

Por el lado de liberar algunas restricciones hoy en día limitantes se puede flexibilizar la normativa en varios campos.

a) Aumentar el porcentaje accionario de cada empresa que puede ser adquirido por una AFP.

Actualmente la norma establece que cada AFP no puede adquirir más que un 5% de las acciones de las pocas empresas elegibles. Se encuentra en estudio la expansión de dicho límite. De prosperar una modificación que aumente el 5%, las AFP que se encuentran acotadas por dicho porcentaje podrán desviar recursos desde instrumentos estatales y depósitos a acciones. El efecto de esto último será el generar mayor holgura para nuevos depósitos e instrumentos del Estado, con lo que el horizonte de 5 anos se expande.

b) Elevar el porcentaje que puede ser adquirido en cada emisión de bonos.

Al igual que en el caso de las acciones, ninguna AFP puede adquirir más del 20% de cada emisión. En la medida que dos o más emisiones sean asimilables por ser del mismo emisor, debiera establecerse un límite global para los bonos de determinada empresa, aumentando el de cada emisión en particular.

c) Elevar el número de empresas admisibles como emisoras de títulos mediante flexibilización de normas de clasificación individual de riesgo.

Ello puede hacerse fijando límites para adquisiciones de bonos y acciones de empresas de mayor riesgo (categoría D o E) y también exigiendo una adecuada diversificación dentro de cada categoría de inversiones riesgosas.

La normativa vigente tiende a dar prioridad al concepto "riesgo de crédito". Sin embargo, para los inversionis-

tas institucionales es más relevante el riesgo de mercado. Un ejemplo sencillo ilustra la diferencia entre ambos: un bono de una empresa fallida adquirido al 5% de su valor, puede resultar *menos* riesgoso que uno emitido por una empresa triple A adquirido al 100%. Riesgo financiero y *fluctuación* de precios son conceptos inseparables. Los bonos y acciones, a diferencia de los depósitos bancarios efectuados por las AFP, deben evaluar su riesgo según la fluctuación esperada de los precios de éstos y no sobre la base del riesgo de crédito.

d) Aumento de los límites de inversión en depósitos bancarios.

Si se opta por la vía de límites severos, con lo que las AFP no podrían participar en el financiamiento directo de proyectos y empresas, entonces la autoridad deberá aumentar los límites de 30% establecidos para los depósitos bancarios. Sólo así podrán los Fondos llegar, finalmente, a las empresas, esta vez, a través de los bancos.

La normativa vigente establece dos grandes grupos de requerimientos que excluyen a ciertos emisores de la posibilidad de participar en el mercado de capitales directamente (quedando circunscritos al crédito bancario).

En primer lugar se encuentran los requerimientos impuestos por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y que norman principalmente la información que debe ser provista por los emisores. En segundo, los de la SAFP, que limitan los emisores exigibles sólo a aquellos que sean considerados buenos sujetos de *crédito* (categorías de riesgo A, B o C).

En cuanto a lo primero, parece ser la opinión de las empresas que estos requerimientos son excesivos, por lo que el costo de transformarse en Sociedad Anónima Abierta se hace muy elevado. La próxima instauración de un sistema privado de clasificación de riesgos permitirá el sustituir requerimientos directos de información a las empresas por la clasificación efectuada por los clasificadores privados.

Respecto de lo segundo, si las AFP llegaran a acumular una vez el PGB en instrumentos financieros, sólo cabe esperar que el riesgo de los activos de éstas sea equivalente al riesgo promedio de la economía. Los criterios utilizados para clasificar en A, B o C conducen a las AFP a concentrarse en el segmento de bajo riesgo, lo que puede ser imposible, dado el tamaño de los fondos.

A modo de ejemplo, en los EE.UU. un 95% de las compañías son consideradas riesgosas por los clasificadores de riesgo. Si se quieren invertir montos iguales a una vez el PGB no se puede excluir al 95% de las compañías.

Por otra parte, la suma de inversiones riesgosas puede dar como resultado un portafolio de bajo riesgo en la medida que las inversiones sean diversificadas (p. ejemplo Financiera Atlas es considerada A*** en circunstancias de que ninguno de sus deudores probablemente calificaría).

Cambios recientes en la norma han buscado incorporar nuevas empresas al grupo de sujetos elegibles para adquirir acciones. Sin embargo, para hacer efectivamente elegibles a las empresas concentradas, se requiere permitir la adquisición de acciones cuyo accionista principal controla más del 50%. La ley de Sociedades Anónimas debiera ser suficiente para garantizar los derechos de los accionistas minoritarios, por lo que el que haya un accionista que controle no debiera ser mayor problema. A modo de ejemplo, en el proceso de capitalismo popular, las acciones de una AFP controlada en más del 50% por un solo accionista, fueron vendidas al público sin que ello fuera visto como una desventaja por parte de la autoridad.

"Es preciso permitir que las AFP puedan comprometer flujos de financiamiento a futuro para transformarse en proveedores confiables de fondos para nuevos proyectos."

Chile es un país en vías de desarrollo. Como tal, sus mercados distan de ser perfectos y sus necesidades de financiamiento de proyectos son elevadas. Actualmente los proyectos de inversiones no pueden, en la práctica, acceder a los Fondos de Pensiones.

Es necesario que se creen mecanismos más amplios que permitan a los fondos participar en el financiamiento de proyectos incluida la fase de construcción. A la vez, es preciso permitir que las AFP puedan comprometer flujos de financiamiento a futuro para transformarse en proveedores confiables de fondos para nuevos proyectos.

Lo anterior, sin duda alguna, debe hacerse mediante mecanismos adecuados de control, los que por la naturaleza propia del financiamiento de proyectos, han de ser complejos. Nuevamente transparencia y eficiencia deberán ser puestas en la balanza. Como siempre el punto óptimo no está ni en la absoluta transparencia ni en la absoluta eficiencia. Formas de inversión que cuenten con un nivel satisfactorio de transparencia bajo normas estrictas de control pueden ser un buen punto intermedio.

En cuanto a nuevos instrumentos las posibilidades son numerosas. Basta referirse a la enorme diversidad y sofisticación que han alcanzado los instrumentos financieros más utilizados en los mercados desarrollados. Lo que queda claro es que aún hay mucho camino que recorrer para emitir un mayor número de instrumentos financieros que los actualmente disponibles. La responsabilidad está en manos del sector privado. El trabajo a realizar, eso sí, debe contar con la adecuada receptividad por parte de la autoridad para ir ajustando las normas y permitir así que la generación de nuevos instrumentos se encuentre con la demanda por éstos.

Conclusión

Si se proyectan los fondos acumulados por las AFP y se analizan los resultados de dicha proyección con la disponibilidad actual de instrumentos financieros elegibles y con los límites de inversión, se concluye que dentro de cinco años las AFP habrán copado sus disponibilidades.

Lo anterior además ocurrirá habiendo las AFP concentrado sus inversiones de los próximos años en instrumentos del Estado y depósitos bancarios.

Para lograr que el horizonte se expanda, deben hacerse esfuerzos en dos campos:

a) Por una parte, la autoridad debe flexibilizar los límites y modalidades de inversión. Ello, sumado a una revisión de

Tribuna

los criterios para aceptar a un determinado emisor debería expandir el conjunto de opciones que los Fondos de Pensiones tienen disponibles para colocar sus fondos.

b) Por otra, los intermediarios financieros y las empresas deben mostrar mayor interés y disposición para generar nuevos instrumentos elegibles. Los Fondos de Pensiones son una alternativa interesante para el financiamiento de proyectos y serán una eficiente fuente de recursos para las empresas.

Alternativas de inversión como lo son el financiamiento directo de bienes raíces, financiamiento de proyectos, de leasing, etc., son modalidades que de desarrollarse permitirán una mayor disponibilidad de títulos para invertir los fondos del sistema previsional. ■

Francisco Pérez M. es ingeniero comercial de la Universidad Católica de Chile y MBA de la Universidad de Chicago. Actualmente se desempeña como gerente de administración y finanzas de una importante A.F.P.

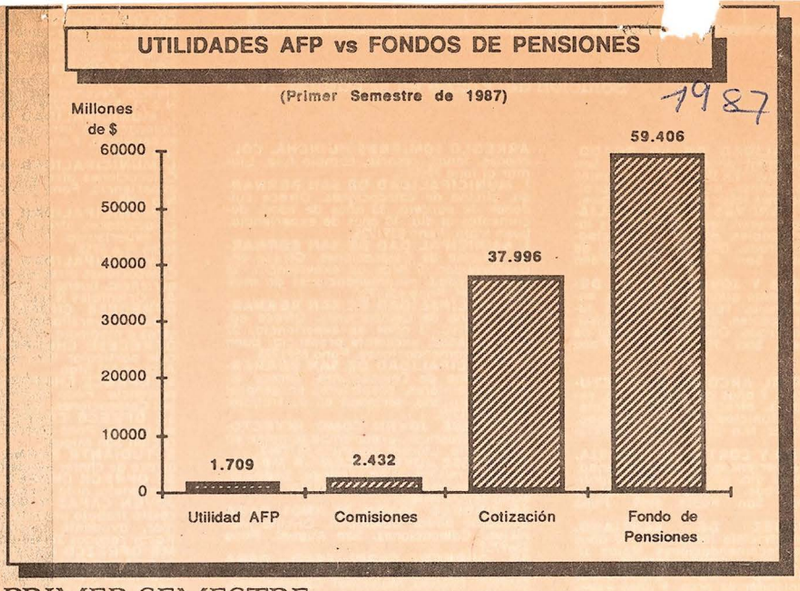
Panorama Empresarial

El auge pesquero

Ranking de las principales empresas pesqueras exportadoras en 1986
(en millones de dólares)

Nombre de la empresa	Valor exportado	Nombre de la empresa	Valor exportado
Soc.pesquera Coloso	59.5	Pesca Chile S.A.	3.0
Soc.pesquera Guanaye	51.0	Pesquera Atacama S.A.	2.9
Pesquera Indo	37.1	Ind.pesquera Viamar	2.8
Pesquera Iquique	35.6	Pesquera Interpesca	2.7
Pesquera Eperva	32.8	Pesquera Yadrán	2.6
Corp.product.de harina de pescado	17.2	Empacadora del Pacífico	2.4
Pesquera Tarapacá	17.1	Pesquera Loa Sur	2.4
Pesquera Sopesa-Alimar	12	Soc.pesquera El Golfo Stengel	2.2
Pesquera Playa Blanca	11.6	Pesquera y conservera Cabo de Hornos	2.0
Cia.pesquera Camanchaca	11.5	Soc.pesquera Atlantis	1.9
Algas Marinas S.A.	10.4	Pesquera Coquimbo Dos	1.9
Empresa de desarrollo pesquero	9.9	Pesquera Eden	1.9
Soc.pesquera Taiyo Chile	9.5	Pesquera San Miguel	1.8
Pesquera Tocopilla	9.0	Ind.pesquera Francis Drake	1.6
Pesquera Itata	7.8	Soc.pesq.Langeveld	1.5
Ind.pesq.Delucchi y cia.	7.6	Pesquera Lenga	1.5
Cia.Pesquera San Pedro	7.5	Soc.pesq.Carlos Etcheverry	1.4
Cia.Pesquera Tamarugal	6.0	Salmones Antartica	1.4
Pesquera del Norte	6.0	Frigo Oceania	1.3
Pesquera Quintero	5.4	Pesquera y conservera Tamai	1.3
Pesquera Friosur	5.1	Pesquera Quellón	1.3
Pesquera Loa	4.8	Soc.pesq.comercial e ind.	1.3
Soc.pesq.Landes	4.7	Deshidro	1.2
Soc.pesq.Eicomar	4.7	Conservas Dalcahue	1.2
Emp.pesq.Nichiro Chile	4.2	Pesquera Salazar	1.1
Daerim Fisher y co.ltd.Chile	4.2	Pesquera Palacios	1.1
Pesquera Punta Angamos	3.9	Soc.pesquera Viento Sur	1.1
Pesquera Sur Exportaciones	3.8	Pesquera Catalina	1.1
Pesquera American Seafoods	3.2	Empresa pesquera y conservera	1.0
Pesquera Tres Equis del Norte	3.2	Soc.pesquera Mares Australes	1.0
Pesquera Aguas Marinas	3.1		

Restaurant Jockey Club
Atención en oficinas y casas.
Almuerzos, comidas, cocktails, vajilla, garzones.
Bombero Salas 1369 Stgo. Pedidos y reservas al 727036.



PRIMER SEMESTRE:

Utilidades de Afiliados De las AFP Alcanzaron A $ 59.406 Millones

- Gerente general de la Asociación de AFP, Rodrigo Manubens, dijo que entre diciembre de 1983 y noviembre de 1987 las comisiones que se cobran a los imponentes bajaron en aproximadamente 55%.

- El ejecutivo dio respuesta a recientes publicaciones que destacan las utilidades logradas por las administradoras de fondos de pensiones.

A $59.406 millones alcanzaron en el primer semestre las utilidades obtenidas por los fondos de pensiones de los afiliados a las AFP, según señala una información entregada por la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones.

El gerente general de esta entidad, Rodrigo Manubens, dijo que como los fondos de pensiones son patrimonio de los afiliados, la rentabilidad global señalada se refleja en cada una de las cuentas individuales de los imponentes.

Destacó también Manubens, que la referida utilidad de los afiliados es "muy superior a la alcanzada por las AFP en igual período, de $ 1.709 millones".

Ello, dijo, "demuestra que lo realmente importante para el sistema es la rentabilidad que obtienen los recursos previsionales que se destinan al financiamiento de las futuras pensiones de los afiliados".

Dijo que la mejoría que se observa en los resultados alcanzados por las administradoras, se registra luego de un período de varios años, correspondiente a la puesta en marcha, en que "éstas sufrieron importantes pérdidas".

La obtención de estos resultados positivos, agregó, "coincide con la promulgación de importantes modificaciones al D.L. 3.500, que rebajan las barreras de entrada a esta industria destacando, entre ellas, la reducción del capital mínimo para formar una administradora y la posibilidad de que las AFP nacientes subcontraten algunos servicios con las ya existentes, lo que redunda en una menor inversión en activos operacionales".

A juicio de Manubens, dicha situación "asegura la mantención de un nivel de competencia tal que haga que estas utilidades se mantengan a niveles de mercado".

COMISIONES

El ejecutivo destacó igualmente la "permanente rebaja que han experimentado las comisiones cobradas por las AFP a sus afiliados, las cuales entre diciembre de 1983 y noviembre de 1987 (estas últimas de acuerdo a los valores ya anunciados por las administradoras) han disminuido en aproximadamente un 55%".

Esta rebaja que incide en los ingresos de las AFP, versus el crecimiento de las utilidades, "son un claro reflejo de que el sistema está generando una mayor eficiencia y que ella está siendo compartida entre los afiliados y los accionistas de las administradoras".

En cuanto al costo previsional total para los afiliados, que corresponde a la suma de las comisiones y la cotización adicional, ha experimentado también "una reducción constante", que llega al 21,9% en el período diciembre 1983-noviembre 1987 para los ingresos imponibles de $ 10.000; un 14,8% para los ingresos de $ 20.000; y un 12,4% para los ingresos de $ 40.000.

En respuesta a recientes publicaciones que destacan las utilidades logradas por las AFP, Manubens hizo ver que "desde el inicio del sistema en 1981 hasta el presente año, el patrimonio invertido por los accionistas de las AFP ha alcanzado una rentabilidad correspondiente a un 15,1%, vale decir, un 2% anual, en tanto que si éstos hubieran invertido el mismo capital en depósitos a plazo en sistema financiero nacional, habrían acumulado en igual período una rentabilidad del 72,8%, es decir, un 8% anual".

"Lo anterior —concluyó— significa que los accionistas de las AFP arriesgaron su capital y destinaron su esfuerzo y trabajo en crear y mantener una empresa, obteniendo con ello menos ganancia de la que habrían logrado sin arriesgar su dinero ni realizar ningún esfuerzo, bastándoles con percibir los intereses del sistema financiero".

Proponen Empresarios:

La Fiscalía Económica Debe Ser Organismo Independiente

El comité de telecomunicaciones de la Sofofa planteó la conveniencia de que la Fiscalía Nacional Económica sea una entidad indepeniente del Gobierno, al igual como está previsto que ocurra con el Banco Central.

La materia fue abordada en la última reunión del comité, y se concluyó que es altamente conveniente que se proceda a conceder la autonomía a dicho organismo, entre otros aspectos porque en muchas oportunidades el ente debe analizar situaciones en que participan empresas del Estado cuyas autoridades son nombradas por el gobierno, como ocurre también con los cargos de la Fiscalía.

En otro orden de materias se indicó que el comité sectorial analizó el tema de la clasificación de bonos de la Compañía de Teléfonos de Chile por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgos de las AFP. Aquí se coincidió en que dicha comisión no debería haber evaluado como lo hizo el daño eventual que esta empresa puede sufrir debido a las juicios pendientes que la afectan. Se indicó que la metodología utilizada en este caso "no tiene fundamento".

EL MERCURIO — Miércoles 2 de Diciembre de 1987

EL MERCURIO

FUNDADO POR AGUSTIN EDWARDS

Riesgos en AFP

A propósito de los episodios ocurridos en las bolsas de valores internacionales y de nuestro país, algunos dirigentes sindicales bancarios han manifestado que existe riesgo en las inversiones hechas en valores por las AFP. Sus primeros anuncios lograron inquietar a muchos. El asunto revestía, además, una importancia especial, porque recientemente se habrían conocido, por boca de los mismos dirigentes, críticas a las excesivas utilidades que estarían proporcionando las AFP a sus administradores.

El sistema actual de previsión privada está concebido de manera tal que los ahorros presentes de los trabajadores, que serán utilizados en el futuro cuando deban retirarse de la vida activa, tengan un valor real superior a la suma de las cotizaciones mensuales realizadas. Esto se consigue invirtiendo adecuadamente dichos fondos, de manera que no solo no se desvaloricen, sino que obtengan una renta positiva a lo largo del tiempo. Para que este propósito se cumpla existe una estricta reglamentación que obliga a las AFP a evaluar y diversificar sus inversiones, de manera que el riesgo sea mínimo. Respecto de las acciones de empresas de primera clase que se pueden adquirir, existen límites sobre el monto por invertir en cada una de ellas y sobre la proporción del fondo que se puede destinar a este género de instrumentos.

En caso de falencia absoluta o crisis de una AFP, el Estado garantiza una rentabilidad mínima a los trabajadores y la inembargabilidad de los fondos acumulados. El hecho de que los propietarios de las AFP estén asociados al riesgo económico del manejo de estos fondos, al tener que cumplir con un mínimo de rentabilidad y que incluso puedan caer en sanciones penales por mala o descuidada administración, garantiza aún más el sistema.

Asimismo, la existencia de varias AFP y la libertad de los afiliados para escoger aquella que les merece más confianza o que les otorga mejores beneficios contribuyen a disminuir todavía más el riesgo. El trabajador o sus asesores pueden examinar los balances y la solvencia de las AFP y tomar decisiones con el máximo de información. Por último, en el caso hipotético del colapso de una AFP, además de los seguros estatales señalados, el efecto se extiende sólo a los trabajadores afiliados en esa particular institución y consiste sólo en que deberán cambiarse de AFP.

La carga fiscal para solventar las previsiones, que son de responsabilidad del Estado, es bastante elevada y los beneficios que otorga son motivo de constantes protestas. Como el Estado es mal empresario, cada vez que ha surgido la necesidad de aumentar su presupuesto previsional no se ha recurrido a los rendimientos que estos fondos deberían producir —porque simplemente no existen—, sino que a otros ingresos del presupuesto fiscal, con lo cual el riesgo lo han debido pagar todos los chilenos.

El sistema vigente de las AFP ha obligado a que las carteras de estas instituciones estén en inversiones de largo plazo y con el máximo de seguridad, repartidas de manera que la eventual baja de algunos papeles no afecte al conjunto de modo significativo.

De acuerdo a las últimas estadísticas, las AFP tienen más del 45 por ciento de sus fondos invertidos en papeles de garantía del Estado. Otro porcentaje, superior al 45 por ciento, lo está en títulos del sistema financiero y sólo el 6,4 por ciento está en bonos y acciones de empresas. Según estimaciones oficiales, la crisis bursátil reciente no impidió que las AFP en conjunto —debido a la composición de su cartera— obtuvieran utilidades en ese período, que, según se estima, fueron del uno por ciento.

Todo lo anterior lleva a concluir que el riesgo inherente a toda actividad económica no sólo está bien cubierto en las AFP, sino que la opción estatal siempre será más desfavorable.

En Favor de Recursos de Imponentes:

Rentabilidad del 148% Logran AFP en Acciones

● Ministro Alfonso Márquez de la Plata indicó que esta inversión ha arrojado un 90 por ciento más de utilidad que los documentos de renta fija.

El Ministro del Trabajo y Previsión Social, Alfonso Márquez de la Plata, señaló ayer que la inversión de las AFP en acciones ha dado a los fondos de pensiones, que son propiedad de los trabajadores, una rentabilidad de 148 por ciento, superior en un 90 por ciento al beneficio obtenido por los documentos de renta fija.

El Secretario de Estado intervino ayer en un seminario sobre las reformas al nuevo sistema previsional, organizado por una AFP en un hotel capitalino. En su discurso, y luego en declaraciones a la prensa, Márquez de la Plata señaló que el beneficio que ha

(Continúa en la página A 12

AFP.

Rentabilidad del 148% Logran

(De la página A 1)

recibido los trabajadores a través de los fondos de pensiones ha sido del 148 por ciento respecto de la inversión original.

"Yo no sé si eso se considera poco. Pero las inversiones de renta fija sólo dieron un 58 por ciento", indicó.

Indicó que este 90 por ciento adicional no habría sido posible de no haberse permitido a las AFP invertir en acciones. Añadió que "este es un país cuya riqueza depende de todas las actividades de Chile. Y la gracia de este sistema es que está permitiendo que los trabajadores tengan acceso a todas las inversiones".

Las palabras de la autoridad fueron una respuesta a las críticas formuladas recientemente contra esta forma de inversión por dirigentes de la Confederación Bancaria encabezados por Ricardo Hormazábal. Estos sostuvieron que la crisis de la Bolsa había provocado una pérdida de 9 mil millones de pesos en los fondos de pensiones de los trabajadores.

El Ministro dijo que el cálculo de 148 por ciento se realiza desde el momento de la inversión hasta después de la baja de la Bolsa. Agregó que las cifras manejadas por la Confederación Bancaria resultan de comparar la baja en las acciones con el mejor momento del alza.

A continuación defendió el sistema al precisar que "hoy los trabajadores son dueños, ya sea a través de su fondo de pensiones o del capitalismo popular, de las principales empresas del país, situación que nunca se había visto. Antes se hablaba mucho de los trabajadores pero nunca se hacían cosas concretas en su favor".

Finalmente manifestó: "Estos caballeros todavía andan con la mentalidad de que en vez de ser los chilenos los dueños de la riqueza de Chile tiene que ser el Gobierno de turno. Este gobierno ha tratado de desprenderse de ese poder que manejaban los Gobiernos anteriores y se lo está entregando a todos los chilenos. En eso vamos a continuar en forma inclaudicable, porque queremos que éste sea realmente un país de propietarios y no de proletarios".

RENUNCIAS A LA ASIGNACION FAMILIAR

Por su parte, la Subsecretaria de Previsión Social, María Teresa Infante —quien también intervino en el seminario—, manifestó a los periodistas que el Gobierno se encuentra estudiando la creación de un fondo que canalice los ingresos obtenidos por las renuncias al beneficio de la asignación familiar.

Dijo que dichos montos serán destinados a obras sociales. Sin embargo, admitió que el número de personas que ha renunciado a percibir el beneficio es "pequeño, pero existe".

"No se ha hecho toda la propaganda, así que no es una cantidad significativa, pero conozco casos puntuales", añadió.

La Subsecretaria habló sobre la jubilación de la mujer, bono de reconocimiento y compañías de seguros, cuenta de ahorro voluntario e imposibilidad de destinar los fondos de pensiones a deuda hipotecaria. Sobre esto último puntualizó que la función de los fondos es financiar la futura pensión del afiliado y no otra.

"No se puede servir a dos señores —dijo—. ¿Qué pasaría si la persona que usó parte de sus fondos previsionales para pagar una deuda hipotecaria despues no cumpliese?, ¿Se le va a quitar la casa o la pensión?".

Añadió enseguida que por esa razón el sistema previsional separó el destino de los fondos. "Lo que va para pensión es una tasa del 10 por ciento. Si este porcentaje se quisiera usar para otros fines tendría que aumentarse y no podemos obligar a la gente a tener una tasa mayor, si lo que queremos son mayores remuneraciones líquidas de los trabajadores. Entonces, a través del ahorro en la cuenta voluntaria la gente que quiera destinar parte de sus recursos a pago de deudas podrá hacerlo".

EDICION DE 32 PAGINAS — Además: Revista del Deporte y Revista del Campo

Sistema Regirá desde el 1° de Enero:

Ahorro en las Libretas AFP No Tendrá Tope

- Jefa de la división Estudios de la Superintendencia de AFP destacó las características del nuevo mecanismo.
- Depósitos podrán efectuarse por planilla o libremente por el afiliado. Rentabilidad podría llegar a UF más 15 por ciento anual.
- También entran en vigencia, dentro de tres días, rebajas en requisitos para jubilar en forma anticipada. Varios ejemplos sobre la materia.

Una serie de normas que se caracterizan por la total libertad del afiliado de escoger la cantidad y forma en que hará sus depósitos son las que comenzarán a regir a contar el primero de enero de 1988, cuando las Administradoras de Fondos de Pensiones comiencen a ofrecer cuentas voluntarias de ahorro, distintas de las de capitalización individual obligatoria.

Así lo destacó la jefa de la división Estudios de la Superintendencia de AFP, Cecilia Viancos, en entrevista concedida a "El Mercurio".

Según explicó, las administradoras trabajan aceleradamente durante estos días para acondicionar su sistema a este mercado "absolutamente novedoso" —como lo definió— y en el cual se cifran grandes expectativas para el ahorro nacional. Al respecto, dijo que la Superintendencia elaboró una voluminosa circular, la número 466, en una de cuyas partes se instruye a las AFP sobre la forma de operar con la libreta.

Indicó la profesional que la cuenta voluntaria de ahorro tendrá las siguientes características:

—El ahorro será totalmente libre y la única condición es que la persona cotice regularmente en una AFP, que debe ser la misma en que abre la cuenta.

—Los depósitos no tendrán límite mínimo ni máximo. En este último caso, se señaló que no rige el tope del 15 por ciento del sueldo que señala la ley para otro tipo de descuentos.

—Los intereses que ganarán las cuentas son los mismos del fondo de pensiones. Y los fondos han otorgado a la fecha un interés anual promedio de UF más 15 por ciento.

—Si el afiliado se cambia de AFP lo hace también con su cuenta voluntaria de ahorro.

—Los descuentos podrán efectuar-

(Continúa en la página A 10)

Ahorro en las Libretas AFP

(De la página A 1)

Superintendencia fijó 10 días como plazo máximo para la entrega del dinero de un giro, pero éste podría ser menor, incluso inmediato. Lo anterior, estimó, aumentará la competitividad entre las administradoras.

—Si el trabajador lo desea, podrá traspasar este ahorro a su cuenta de capitalización individual para aumentar el monto de su pensión o pensionarse anticipadamente.

—En su aspecto legal, la cuenta ingresa al régimen general de fondos previsionales. En este sentido, los dineros depositados no tienen secreto bancario.

"Pensamos que una gran cantidad de libretas de ahorro tradicional se traspasará desde los bancos a las AFP, pero el fuerte del sistema será el mercado absolutamente novedoso que captará, a través de los descuentos por planilla que autoricen afiliados que quizás nunca han depositado", dijo Cecilia Viancos.

AÑOS DE COTIZACION PARA JUBILAR ANTICIPADAMENTE

La autoridad dio a conocer dos cuadros estadísticos relativos a la jubilación anticipada. De acuerdo a las modificaciones al DL 3500 que regirán a partir del primero de enero de 1988, se rebajan los requisitos para jubilar antes. De esta manera, los trabajadores que puedan obtener con sus fondos acumulados y el bono de reconocimiento una pensión del 50 por ciento del promedio de sus remuneraciones de los últimos diez años, podrán hacer uso de esta alternativa.

El primer cuadro entregado por la Superintendencia señala cuál es el número de años que debe cotizar un trabajador para pensionarse con una pensión equivalente al 50% de la renta imponible promedio de los diez últimos años. El cuadro supone una rentabilidad de los fondos del 5 por ciento anual (el promedio actual es superior) y una cotización mensual de 10 por ciento, la mínima obligatoria.

Así, un trabajador de 52 años sin cónyuge deberá cotizar durante 32 años para acogerse al beneficio y uno de la misma edad con una cónyuge de 47 lo deberá hacer durante 34 años. Un trabajador de 54 años sin cónyuge: 32 años. De 54 años con cónyuge de 49: 34 años. Trabajador de 56 años sin cónyuge: 31 años. De 56 con cónyuge de 51: 33 años. Trabajador de 58 sin cónyuge: 30 años. De 58 con cónyuge de 53: 33 años. De 60 sin cónyuge: 30 años. De 60 con cónyuge de 55: 32 años. De 62 sin cónyuge: 29 años. De 62 con cónyuge de 57: 32 años. De 64 sin cónyuge: 28 años. De 64 con cónyuge de 59: 31 años.

Para las mujeres, la relación edad —años de cotización es la siguiente: 52-34, 54-33, 56-33 y 58-32.

El segundo cuadro supone los fondos mínimos necesarios que debe tener el trabajador en su cuenta individual (incluyendo el bono de reconocimiento) para jubilarse anticipadamente. Se anota el nivel promedio de renta imponible de los 10 últimos años. La pensión sería la mitad de esa cifra. Se le supone con una cónyuge cinco años menor.

Así una persona de 50 años con una renta de 25 mil pesos deberá reunir 2 millones 435 mil pesos para recibir $ 12.500 al mes. Si la renta es de 60 mil tendrá que reunir 5 millones 843 mil pesos para recibir $ 30 mil; y si asciende a 160 mil deberá tener acumulados 15 millones 581 mil pesos para obtener 80 mil pesos mensuales.

Una persona de 53 años con esas mismas rentas tendrá que acumular los siguientes fondos: 2 millones 634 mil pesos; 6 millones 322 mil; y 16 millones 858 mil. Si el afiliado tiene 55 años las cantidades serán: 2 millones 555 mil pesos; 6 millones 131 mil; y 16 millones 349 mil. Con 57 años serán: 2 millones 471 mil pesos; 5 millones 929 mil; y 15 millones 811 mil. 59 años: 2 millones 382 mil pesos; 5 millones 717 mil; y 15 millones 245 mil. 60 años: 2 millones 337 mil pesos; 5 millones 609 mil; y 14 millones 957 mil. 61 años: 2 millones 292 mil pesos; 5 millones 501 mil; y 14 millones 669 mil. 62 años: 2 millones 244 mil pesos; 5 millones 386 mil; y 14 millones 362 mil. 63 años: 2 millones 196 mil pesos; 5 millones 270 mil; y 14 millones 54 mil; y 64 años: 2 millones 148 mil pesos; 5 millones 155 mil; y 13 millones 747 mil.

PENSION DE ACUERDO A LA AFP

Cecilia Viancos señaló que a la Superintendencia le interesa que el sistema sea básicamente competitivo. Al respecto, señaló que si se mantuvieran en el tiempo las diferencias en las comisiones fijas que acaban de anunciar las diferentes AFP (que van a 125 a 497 pesos), el porcentaje de su pensión que sacaría una persona respecto de la última renta, suponiendo que partió con un sueldo de 30 mil y terminó con 40 mil 500 pesos, sería el siguiente: Concordia 73%, Cuprum 69%, El Libertador 74%, Habitat 75%, Invierta 67%, Magister 72%, Planvital 72% Protección 75%, Provida 72%, Santa María 74%, Summa 73% y Unión 72%. Aclaró, sin embargo, que en los tramos más altos el porcentaje tiende a emparejarse.

Utilidades de AFP

Según los antecedentes entregados por las diversas Administradoras de Fondos de Pensiones a la Superintendencia del ramo, durante el primer semestre dichas instituciones obtuvieron utilidades que en conjunto suman casi mil 572 millones de pesos, sin considerar los resultados de AFP Unión, los cuales aún no estaban disponibles a la fecha de la información. En definitiva, las cifras dan cuenta de que de las 11 administradoras para las que se dispuso de datos, hubo 10 que lograron utilidades y sólo una registró pérdidas en los primeros seis meses de este año.

Uno de los aspectos que siempre debe tenerse en cuenta cuando se habla de los resultados obtenidos por las AFP es si las alusiones se refieren a las empresas que administran los fondos o si las cifras corresponden al comportamiento de los ahorros previsionales depositados en las AFP. En esta oportunidad se trata del primer caso; es decir, las utilidades fueron obtenidas por quienes están en el negocio de administrar los fondos y no por quienes cotizan mensualmente en ellos. La aclaración resulta necesaria por cuanto la obtención de estas utilidades o el hecho de registrar pérdidas no afecta a los trabajadores que están adscritos a las distintas AFP que funcionan actualmente en el país.

Junto con el monto total a que habrían llegado las utilidades de las AFP en estos primeros seis meses, la información indica los resultados obtenidos por cada una de ellas, en una especie de listado que encabezan Provida, Santa María y Habitat con utilidades superiores a los 380 millones de pesos cada una. Por el contrario, los resultados menos abultados corresponden a Concordia, El Libertador e Invierta, esta última acusando pérdidas. En este aspecto también hay que tener presente que el monto de las utilidades debe guardar relación con el tamaño de las instituciones, por lo que lo realmente importante para hacer comparaciones entre las AFP es la rentabilidad que hayan obtenido.

Respecto de lo anterior, la información disponible señala que la mayor rentabilidad en el primer semestre de 1987 fue conseguida por Habitat, que superó el 40 por ciento, seguida por Protección y Santa María, ambas con retornos de más del 20 por ciento del capital invertido. Otro dato significativo es que sólo tres administradoras registraron rentabilidades inferiores al 10 por ciento en el período, en tanto que el promedio para el conjunto de las entidades analizadas llegó a 17,8 por ciento en el semestre.

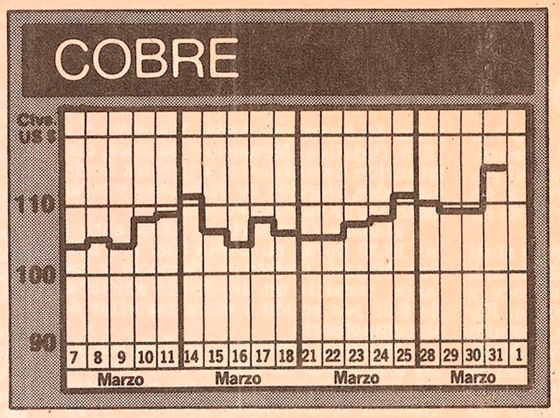
Si bien de lo expuesto se desprende que hay algunas AFP cuyos resultados no son óptimos, parece claro que el negocio de administrar fondos previsionales es lucrativo, y la mayor parte de las empresas que opera en el área está obteniendo rentabilidades que difícilmente se lograrían en otras actividades de la economía. Ello no constituye un hecho negativo en sí mismo, pues se supone que en la medida en que las rentabilidades en un área son altas aumenta el interés por invertir en ella, crece la oferta del servicio y disminuye su precio ante la mayor competencia.

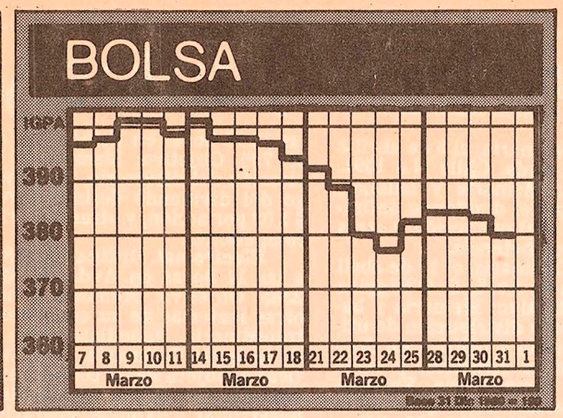
Sin embargo, también es necesario tener presente que la situación se está produciendo en un área bastante delicada, ya que las utilidades de estas empresas son la contrapartida de la prestación de un servicio al que debe recurrir obligadamente una mayoría creciente de los trabajadores chilenos. La obtención de rentabilidades como las observadas en el primer semestre de 1987 insinúa que el grado de competencia entre las empresas del sector es bajo y que el costo de ello lo están pagando los cotizantes.

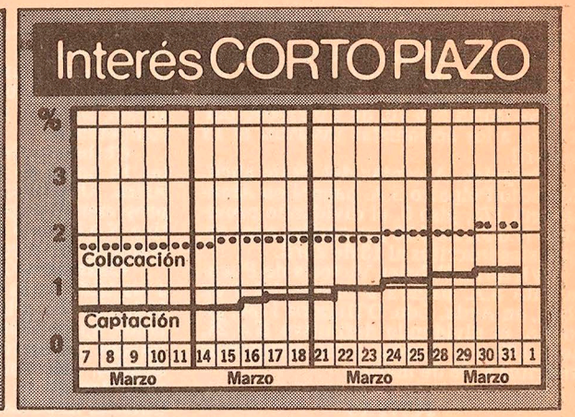
Hacia este problema apuntan algunas de las medidas recién aprobadas, como es la disminución del capital mínimo exigido para formar Administradoras de Fondos de Pensiones, lo que evidentemente facilitará el ingreso de nuevas firmas al sistema.

a.f.p

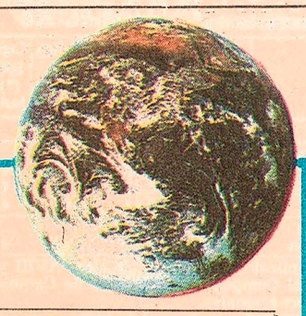
EL MERCURIO
Economía y Negocios
B 1
Santiago de Chile, Lunes 4 de Abril de 1988







NEGOCIOS EN EL MUNDO



NIÑO PERDIO 20.000 LIBRAS EN LA BOLSA

Londres.— Un niño británico de 15 años, quien llegó a obtener 175.000 libras (325.000 dólares) de beneficios con sus jugadas en la Bolsa, no será procesado por la deuda de 20.000 libras (37.200 dólares) en que quedó su fortuna tras el "lunes negro".

Cristopher Peach estuvo durante meses gastándose 35 libras (65,1 dólares) a la semana en llamadas telefónicas para negociar con acciones, según informa el diario The Daily Telegraph.

Peach inició sus jugadas en la Bolsa de Londres con 150 libras (279 dólares) que recibió como regalo de cumpleaños, y cada día llamaba desde la misma cabina, situada en el colegio donde estudia, a una serie de corredores de bolsa de las ciudades de Wolverhampton y Leicester y a otros en Escocia para realizar sus operaciones financieras.

En poco tiempo logró el éxito y se convirtió en un cliente conocido de los corredores, quienes jamás le pidieron una identificación ni le preguntaron por su edad. "Podía comprar acciones a crédito por un total de 140.000 libras (260.400 dólares) y nadie me preguntó nunca mi edad o mis credenciales", subrayó Peach.

Todo iba bien, hasta que el pasado mes de octubre un huracán asoló Inglaterra tres días antes del llamado lunes negro de los mercados bursátiles, el pasado 19 de octubre. Ese día, Peach, que se veía a sí mismo camino de convertirse en un escolar millonario, tenía planes para tomar los beneficios de sus operaciones e invertirlos en la oferta pública de la compañía British Petroleum, pero los destrozos causados por el huracán en los servicios telefónicos le impidieron ponerse en contacto con sus agentes de bolsa para indicarles que vendieran tres días después.

"Cuando por fin pude ponerme en contacto con mis agentes era la media tarde del «lunes negro» y la crisis ya había hecho mella gravemente", señala el niño. Pese a todo, confió en que pronto vendría la recuperación y compró nuevas acciones a crédito, pero la caída continuó y el niño se quedó debiendo 20.000 libras (37.000 dólares), por lo que se enfrentaba a las acusaciones de intentar obtener ganancias pecuniarias y obtener servicios financieros mediante fraude, pero la Fiscalía General del Reino Unido decidió no tomar acciones en su contra. (EFE)

$ 2,3 Billones Acumularán los Fondos de Pensiones en 1998

● Proyección a diez años, elaborada por la Superintendencia de AFP, señala que hacia 1998 los recursos previsionales equivaldrán al 70 u 80% del PGB.

Una cifra estimada en $ 2.293.180 millones acumularán en 1998 los Fondos de Pensiones del sistema previsional de AFP, según una proyección de la Superintendencia respectiva.

Ese cálculo fue realizado sobre la base de estimaciones relativas a la tasa de crecimiento que se proyecta para esos fondos, así como su rentabilidad.

La citada proyección parte de los $ 645.009 millones que conforman a la fecha el Fondo de Pensiones del sistema, monto que se espera se incrementará 19,2% en 1988, crecimiento que irá decreciendo paulatinamente hasta el 8,79% que se estima registrará en 1998. Así, los recursos acumulados superarán el billón de pesos en 1990, el billón y medio en 1994 y los dos billones en 1997.

Paralelamente, el estudio de proyecta para esos recursos una rentabilidad que se estima será de 5,5% en 1988; de 5,0% en 1989; de 4,5% en 1990 y de 4,0% de 1991 en adelante.

Santiago Berguecio, jefe de la División Financiera de la Superintendencia de AFP, precisó sobre el tema que, actualmente, los Fondos de Pensiones equivalen al 15% del Producto Geográfico Bruto. En 10 años, en tanto, alcanzarán a una cifra estimada de US$ 9.000 millones, lo que representará entre el 70 y el 80% del PGB.

Explicó que durante la próxima década, el sistema va a ir acumulando fondos en proporción mucho mayor que las pensiones que pague, lo que responde al proceso de incorporación de nuevos trabajadores y al hecho que, por tratarse de un sistema relativamente nuevo, sus afiliados, mayoritariamente están aún lejos de acogerse a una jubilación por edad.

"Va a pasar mucho tiempo antes que el ingreso por cotizaciones y los egresos por pensiones se equilibren, momento a partir del cual el crecimiento no será tan espectacular como el que apreciamos para los próximos años", manifestó Berguecio, añadiendo que en hasta 1998 las Administradoras deberán colocar en el mercado un promedio de US$ 600 millones anuales.

"Pensamos que la orientación para que esos fondos puedan ser adecuadamente invertidos, deberá estar dada, en primer lugar, por la conversión de los activos del país en documentos transables", adelantó, señalando que en la actualidad no más del 7% del valor del patrimonio del país está convertido en algún tipo de instrumento transable elegibles para los Fondos de Pensiones.

"Asimismo, la orientación a futuro debe ser hacia instrumentos que sean representativos de patrimonio más que de deuda, que es lo que sucede en estos momentos, exceptuando lógicamente a las acciones".

Agregó que entre los proyectos que estudia la Superintendencia para ampliar el campo de posibilidades de los Fondos de Pensiones están las inversiones en sociedades inmobiliarias y mutuos hipotecarios y la inversión en fondos mutuos accionarios.

Sobre esto último, el estudio del ente fiscalizador de las AFP señala que la oferta total del sistema financiero en cuanto a instrumentos de inversión, que es de dos billones en 1988, tendrá la siguiente evolución: $ 2,14 billones en 1989; $ 2,24 billones en 1990; $ 2,34 billones en 1991; $ 2,45 billones en 1992; $ 2,56 billones en 1993; $ 2,67 billones en 1994; $ 2,80 billones en 1995; $ 2,93 billones en 1996; $ 3,06 billones en 1997 y $ 3,20 billones en 1998.

Por su parte, el cupo total de esos instrumentos al cual se estima que podrán acceder las AFP en esos mismos años es el siguiente: $ 753 mil millones en 1988; $ 795 mil millones en 1989; $ 838 mil millones en 1990; $ 882 mil millones en 1991; $ 928 mil millones en 1992; $ 966 millones en 1993; $ 995 mil millones en 1994; $ 1,02 billón en 1995; $ 1,05 billón en 1996; $ 1,09 billón en 1997 y $ 1,12 billón en 1998.

Así, se estima que para 1998 los Fondos de Pensiones estarán invertidos en el sistema financiero en un monto global de $ 1,07 billón, teniendo en ese rubro un 55,5% de participación los instrumentos únicos y el 45,5% restante las letras hipotecarias. En instrumentos estatales la inversión será de $ 924 mil millones, desglosados en 64,30% en títulos del Banco Central, un 35,44% de Tesorería y un 0,26% del MINVU, y los restantes $ 150 mil millones se estima que estará invertido en empresas, rubro que se divide en 24,1% en bonos y 75,2% en acciones.

PROYECCION DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Año	Tasa Cre.%	Fdo. de Pens.
1987	22,40%	645.009
1988	19,20%	768.854
1989	16,65%	896.868
1990	14,61%	1.027.900
1991	12,93%	1.160.807
1992	12,03%	1.300.453
1993	11,27%	1.447.013
1994	10,63%	1.600.831
1995	10,07%	1.762.035
1996	9,59%	1.931.014
1997	9,16%	2.107.896
1998	8,79%	2.293.180

(Cifras en Millones de Pesos de Dic. 1987)

FUENTE: Superintendencia de AFP.

EL MERCURIO — Viernes 30 de Septiembre de 1988

ESTUDIA EL EJECUTIVO:

Ley para Invertir Fondos De AFP en Inmobiliarias

● Ministro Alfonso Márquez de la Plata dijo que la medida busca diversificar la inversión de los recursos previsionales y que es complementaria a las normas vigentes.

El Presidente de la República se encuentra estudiando un proyecto de ley que permite diversificar aún más la inversión de los fondos de las AFP, permitiendo que estos recursos previsionales puedan ser invertidos en sociedades inmobiliarias.

El Ministro del Trabajo, Alfonso Márquez de la Plata, explicó que la iniciativa complementa las normas vigentes, durante una conferencia de prensa efectuada ayer en el Palacio de La Moneda, ocasión en la cual detalló, a grandes rasgos, el programa de ese sector para el próximo período presidencial.

"Es un nuevo paso que se da para que estos valores, que van a ser de una cuantía muy importante, puedan tener otros campos de inversión", explicó, agregando que, dado el monto que van a alcanzar los fondos previsionales "indudablemente, constituirán una situación muy importante para el desarrollo de las inversiones en todo el país".

La Subsecretaria de Previsión Social, María Teresa Infante, indicó que la medida "está incluida en la política de diversificación de los fondos previsionales" y agregó que "esta alternativa otorga mayor seguridad al imponente por cuanto se buscan opciones más rentables".

Contó que, en términos prácticos, la medida consiste en comprar acciones de las sociedades inmobiliarias con los recursos previsionales, lo cual, según dijo, "es seguro, porque no se trata de comprar edificios, sino de invertir en estas empresas".

Ante una consulta respecto de si esto sería complementario a la medida de poder comprar casa con los fondos de las AFP, dijo que esto es diferente, por cuanto la posibilidad vigente es la inversión en letras hipotecarias, con lo cual tanto Serviu como los bancos comerciales pueden facilitar el dinero para adquirir una vivienda definitiva.

Puntualizó que el proyecto que se halla a consideración del Presidente Pinochet es complementario pero distinto, ya que implica comprar acciones en bienes raíces, en las sociedades inmobiliarias.

PROGRAMA PARA EL SECTOR

En su reunión con los periodistas en La Moneda, el Ministro Alfonso Márquez de la Plata señaló que los objetivos para el sector son fundamentalmente cuatro: que aumente el número de propietarios entre los trabajadores, crear nuevos empleos, aumentar las remuneraciones, así como posibilitar una adecuada previsión y prevención de los accidentes profesionales.

Dijo que con respecto al primer punto, los trabajadores podrán ser propietarios a través de tres vías. Una de ellas es contar con una vivienda propia, que se puede lograr a través de los programas del Ministerio de Vivienda.

Otro aspecto es que los trabajadores sean dueños de su previsión a través del nuevo sistema de pensiones. "Calculamos que en 1997 deben haber cuatro millones y medio de afiliados al nuevo sistema, que hace que cada uno tenga un capital previsional de su propiedad invertido en acciones, bonos, etc", señaló.

Mencionó también el acceso a la propiedad mediante los mecanismos del sistema de capitalismo popular. Destacó en este sentido el anuncio del Primer Mandatario de la ley que permite incoporar a 90 mil nuevos trabajadores al sistema, con lo cual "tenemos más de 200 mil trabajadores que pueden acceder", dijo.

Anticipó que están estudiando "junto con el sector económico, para que pueda haber esta posibilidad dentro del campo privado".

Respecto al crecimiento de los empleos, manifestó que "a través de la estrategia económica que se ha desarrollado en este tiempo y se continuará desarrollando en el segundo período presidencial, el crecimiento de los empleos está superando el aumento de las personas que día a día están accediendo al campo del trabajo".

Señaló, asimismo, que "se ha visto una sostenida baja del desempleo, que hemos pensado que, a fines de este año, debe llegar al 7 por ciento".

Sobre las remuneraciones, afirmó que "en los últimos 9 meses se ha producido un aumento real del 9,2%" de éstas.

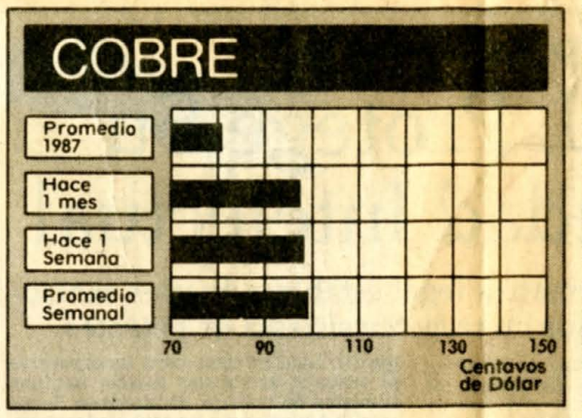
Al referirse a la previsión, planteó que "el nuevo sistema previsional es un sistema de capitalización individual" y que "para ello el principal desafío que vamos a tener en el próximo período es la inversión de estos fondos".

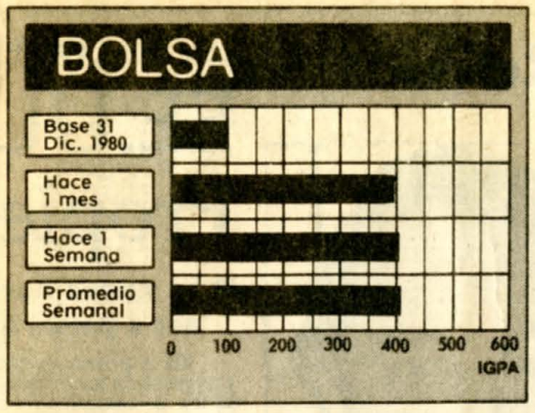
Hizo hincapié en que el sistema de las AFP permite otorgar pensiones bastante superiores a las concedidas por el mecanismo anterior, precisando que, por ejemplo, las de invalidez son superiores 2.24 veces; las de viudez, 1.57 veces; y las vejez 1.38 veces.

Luego mencionó la disminución en el número de accidentes laborales. Expresó que la tasa de accidentes era, en 1973, de 21,1 por cada 100 trabajadores y que actualmente bajó a la mitad.

Ello, recalcó, "es uno de los mejores índices de América latina y está cercano a los de Estados Unidos y Canadá".

EL MERCURIO
Economía y Negocios
B 1
Santiago de Chile, Domingo 21 de Agosto de 1988

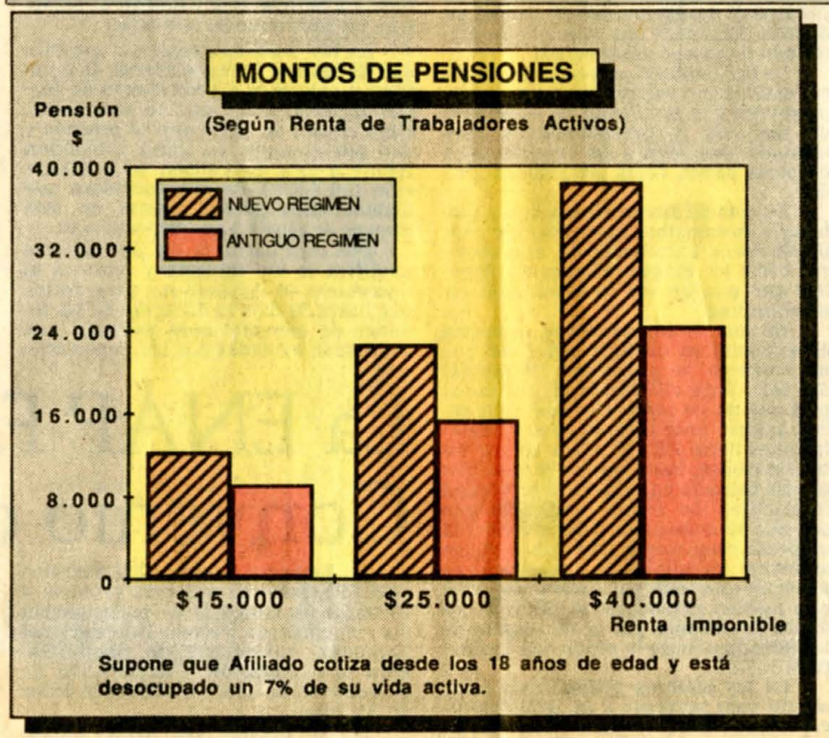






Previsión: El Impacto de una Reforma

● "La pérdida para los imponentes de las antiguas Cajas, que empezaban a cotizar a los 18 años de edad y que se retiraban a los 65 años, era equivalente al total de las remuneraciones recibidas durante 11 años de trabajo", sostiene Hernán Cheyre.





Si los afiliados al antiguo sistema previsional hubieran podido acogerse a un régimen de capitalización individual, como el actual, podrían haber obtenido pensiones entre 1,5 y 3,9 veces mayores que las efectivamente conseguidas por ellos.

Esta es, tal vez, la principal conclusión del libro "La Previsión en Chile ayer y hoy: Impacto de una Reforma", del economista Hernán Cheyre Valenzuela, editado por el Centro de Estudios Públicos y que será presentado oficialmente, el próximo martes.

En el documento de 195 páginas, se hace un análisis profundo de los aspectos fundamentales del antiguo y del nuevo sistema previsional y, luego, una comparación entre ambos. Finalmente, el autor saca sus propias conclusiones sobre el tema que involucra a 3 millones 44 mil 232 afiliados al sistema, (cifra a junio de 1988 de la Superintendencia de AFP).

"En general, el nivel de las pensiones que podía obtener un imponente del régimen antiguo al momento de jubilar era inferior a lo que puede proyectarse para un afiliado del nuevo sistema. Sin embargo, cabe hacer presente que, esta diferencia en favor del nuevo sistema de pensiones tiende a acrecentarse durante el período en que se recibe la jubilación, por cuanto en el régimen antiguo los mecanismos de reajustabilidad no eran perfectos, lo cual generalmente se traducía en un deterioro progresivo de las pensiones en términos reales", sostiene Hernán Cheyre.

Estima el economista que "las causas de los problemas que se observan en el antiguo régimen de pensiones radican, tanto en la forma en que fue concebido el sistema previsional, como también en el modo en que éste estuvo organizado".

DEFICIENCIAS DEL PASADO

A juicio de Cheyre, las principales deficiencias del sistema antiguo se sintetizan en cinco puntos: falta de uniformidad, ausencia de mecanismos de reajustabilidad automática, alta dependencia del financiamiento estatal, rol pasivo de los asegurados e inseguridad para los imponentes.

En la obra se pone de manifiesto la evidente anarquía que existía en Chile en materia de previsión, hasta fines de 1979. Entonces existían 32 diferentes instituciones previsionales, aunque el 95% de los imponentes cotizaba en sólo tres: Servicio de Seguro Social (65%); la Caja de Previsión de Empleados Particulares (18%); y la Caja Nacional de Empleados Públicos y Periodistas (12%).

En estas 32 cajas operaban hasta cien regímenes previsionales diferentes, algunos de los cuales llevaban a situaciones realmente privilegiadas, como en el caso de las "perseguidoras", donde las pensiones se reajustaban en la misma forma que el sueldo del similar en actividad. También existía un sistema de jubilaciones anticipadas que, por ejemplo, permitía a un bancario acogerse a retiro a los 42 años de edad y con sólo 24 años de imposiciones.

En cambio, era altamente perjudicial para el imponente, el sistema que imperaba en el Servicio de Seguro Social. En este caso, los trabajadores no tenían derecho a jubilarse por antigüedad. Debían esperar cumplir 65 de edad, lo que por supuesto, generaba una fuerte discriminación en desmedro de los sectores de menores recursos.

También había grandes diferencias en los mecanismos utilizados para el cálculo de las pensiones en las distintas instituciones previsionales.

La legislación establecía que, en el caso del Servicio de Seguro Social y de la Caja de Empleados Particulares el sueldo base sobre el cual se calculaba la pensión debía estimarse considerando los sueldos percibidos durante los últimos 5 años, mientras que en la Caja Nacional de Empleados Públicos y Periodistas, así como en la Caja Bancaria de Pensiones y sus derivadas, sólo se tomaban en cuenta los últimos tres años. Y, en todos los casos, las remuneraciones imponibles correspondientes a los últimos 36 meses eran consideradas a su valor nominal, sin corregirse por los efectos de la inflación.

Sobre la base de estos antecedentes, el autor concluye que el antiguo régimen previsional no sólo era ineficiente para generar pensiones, sino que, además, resultaba ser muy poco solidario —contrariamente a los que sostienen sus defensores— por cuanto, en la generalidad de los casos, los beneficiarios del SSS (obreros) que constituían la mayor proporción del total de imponentes, resultaban perjudicados en relación al resto

DESFINANCIAMIENTO ESTRUCTURAL

Al analizar el problema financiero de las Cajas de Previsión, Hernán Cheyre sostiene que el sistema antiguo estaba "estructuralmente desfinanciado", y fundamenta esto como una consecuencia inevitable de la tendencia que muestra la relación activos/pasivos a través del tiempo. En el caso particular del SSS, ésta disminuyó desde 10,8 en 1960 a 2,2 en 1980, lo cual significa que la disponibilidad de cotizaciones para pagar las pensiones del sector pasivo disminuyó a la quinta parte. Bajo estas circunstancias, el autor afirma que la tendencia al desfinanciamiento del régimen antiguo obedecía a factores de fondo "que difícilmente podían ser subsanados solucionando determinados problemas en particular".

MAYOR PARTICIPACION

Para el autor resulta relevante, al comparar ambos sistemas, la variedad de opciones que hoy tiene un imponente. "Y no se trata de comparar utopías, sino realidades", dice el economista.

"Antes no había opciones de naturaleza alguna para los afiliados, por cuanto éstos debían ingresar a la Caja que les correspondiera, en función del tipo de actividad desempeñada y recibían la pensión que resultaba de aplicar el procedimiento de cálculo dispuesto por la ley para cada caso. En el nuevo sistema de pensiones la situación es precisamente opuesta, ya que en todo momento el trabajador tiene libertad para elegir la institución donde desea que sean administrados sus fondos previsionales (AFP) en forma permanente. Además, en cualquier momento —con ciertas limitaciones mínimas de carácter operativo— puede solicitar el traspaso de sus fondos previsionales a la AFP de su preferencia".

Incluso, en cuanto a la edad de jubilación, el nuevo sistema permite cierta flexibilidad para cualquier trabajador, sin importar el área en la cual se desempeñe.

"No obstante los requerimientos básicos, de 65 años de edad en el caso de los hombres, y de 60 en el caso de las mujeres, —explica Cheyre— la legislación abre al afiliado la posibilidad de jubilar por vejez en forma anticipada".

Por último, la libertad de elección para el afiliado también se manifiesta al momento de cumplirse con los requisitos para obtener una pensión.

"Cualquiera sea la causal de la pensión, al momento de jubilar el afiliado, puede optar entre asumir él mismo el riesgo de longevidad y de rentabilidad futura del Fondo de Pensiones, manteniendo la propiedad sobre los fondos acumulados en su cuenta individual y, por ende, efectuando retiros mensuales contra el saldo de dicha cuenta (Retiro Programado) o bien, puedetraspasar este riesgo a una compañía de seguros.

(Continúa en la página B 2)

El Impacto de una Reforma

(De la página B 1)

perdiendo por lo tanto la propiedad sobre el saldo de su cuenta individual y, accediendo así a una pensión de Renta Vitalicia", afirma Hernán Cheyre.

"En conclusión, es notorio el contraste que se observa entre la gama de opciones que enfrenta el afiliado del nuevo sistema de pensiones, en las más diversas materias y el rol absolutamente pasivo desempeñado por éste en el antiguo régimen previsional. Ciertamente, ésta es una de las razones que permiten explicar, por qué no había incentivos para mejorar la eficiencia operativa en el antiguo sistema", sostiene Hernán Cheyre.



Hernán Cheyre.

COBERTURA Y COSTO

Pero hay otros dos aspectos que el autor considera importante en el análisis de los sistemas previsionales. Son la cobertura y el costo.

"El nuevo sistema de pensiones da cabida a todos los trabajadores independientes que deseen afiliarse. En el régimen previsional antiguo, en cambio, sólo algunos grupos de trabajadores independientes tenían cobertura", señala.

En cuanto al costo para el imponente, el estudio de Cheyre destaca que "las tasas de cotización para el financiamiento de las pensiones registran en el período 1968-1980 un promedio de 22,5% en el SSS y de 25,8% en Empart".

En el nuevo sistema previsional,y considerando cifras de fines de 1987, se dedujo que el costo para los afiliados fluctuaba entre un 14% y un 14,8% de la renta imponible, dependiendo del nivel de esta última.

Sin embargo, el economista aclara que si bien la comparación de ambas realidades deja en evidencia que el nuevo sistema previsional tiene un costo significativamente menor para el afiliado, en mérito a la verdad, "es importante aclarar que se trata de cifras que no son directamente comparables, por cuanto el producto ofrecido en cada caso es distinto".

Así, el autor subraya que el nuevo sistema de pensiones no sólo implica menores costos para los afiliados, sino que además, otorga mayores beneficios. Como una forma de ilustrar el perjuicio que les significó a los imponentes del antiguo régimen previsional el haber soportado un costo tan elevado para el financiamiento de las pensiones, Hernán Cheyre calcula el valor capitalizado del exceso de cotizaciones que debió realizar un imponente del régimen antiguo, respecto de lo que le corresponde pagar en el nuevo sistema y, obtiene como resultado que la pérdida para los imponentes de la antiguas Cajas, que empiezan a cotizar a los 18 años de edad y que se retiraban a la edad de 65 años, era equivalente al total de las remuneraciones recibidas durante 11 años de trabajo.

LAS OTRAS VENTAJAS

Finalmente, Hernán Cheyre concluye que "la potencialidad del nuevo sistema previsional para generar pensiones supera las posibilidades del antiguo régimen sobre la materia. Si a esto se agrega que el sistema está organizado de una manera tal que permite a los afiliados decidir libremente en una amplia gama de situaciones, se configura, en definitiva, un cuadro global que resulta claramente favorable para sus beneficiarios, respecto de las alternativas que les ofrecía el antiguo régimen previsional".

Y resume los que, a su juicio, son los 10 puntos que sintetizan las ventajas fundamentales del nuevo sistema de pensiones. Estos son: 1) Nivel de las pensiones directamente relacionado al esfuerzo individual; 2) rol activo de los afiliados y libertad de elección; 3) competitividad del sistema; 4) Reajustabilidad automática de las pensiones; 5) Menores costos para los afiliados; 6) Menor impacto negativo sobre el empleo; 7) Nivel de las pensiones independiente del presupuesto del sector público; 8) Equidad del sistema; 9) Solidaridad y reparto en el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia; y 10) mayor acumulación de capital.

Inversiones de las AFP

Se encuentra en estudio un proyecto de ley destinado a ampliar las posibilidades de inversión de los recursos acumulados en los fondos de pensiones en títulos accionarios.

De acuerdo a la legislación vigente, no más del 30 por ciento del volumen global del fondo de pensiones que administra cada AFP puede ser invertido en acciones, y el monto máximo que puede invertirse en títulos accionarios de una empresa en particular no puede exceder del cinco por ciento del capital y reservas de la misma, ni del cinco por ciento del fondo de pensiones de la respectiva AFP. Adicionalmente, los títulos accionarios han de ser aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgo.

El proyecto de ley a que se hace referencia no contempla modificaciones al límite máximo de 30 por ciento que puede ser invertido en acciones, pero aumenta a siete por ciento el monto máximo que se puede adquirir de títulos accionarios de una misma empresa. Además, en esta iniciativa legal se plantea la posibilidad de que también se autorice para invertir en acciones de sociedades anónimas abiertas que no hayan solicitado su clasificación a la comisión respectiva, por un monto total no superior al uno por ciento del capital y reservas de tales empresas ni al uno por ciento del fondo de pensiones que administra cada AFP. No obstante, estas sociedades anónimas quedarán sometidas a un reglamento de clasificación simple, que se realizará a base de antecedentes económicos y financieros disponibles al público.

Los fondos de pensiones que administran las AFP han crecido a tasas considerables desde que entró en vigencia el nuevo sistema de pensiones, y ello ha tenido una notoria incidencia sobre el mercado financiero. Actualmente, tanto a consecuencia de las limitaciones que la propia ley impone como por una insuficiencia en la oferta de instrumentos privados, la cartera de inversiones de los fondos de pensiones se concentra en títulos de deuda emitidos por el Estado. Los antecedentes disponibles al mes de junio indican que éstos abarcaban el 40 por ciento de la cartera total, observándose en contraposición que sólo el 4,5 por ciento se encontraba invertido en bonos y debentures, y que menos del ocho por ciento correspondía a títulos accionarios.

Sin embargo, en aras de una diversificación más adecuada de las inversiones, y también con el propósito de que el ahorro acumulado en los fondos de pensiones constituya un aporte directo al crecimiento de la economía, es conveniente que con estos recursos se contribuya al financiamiento de proyectos de inversión del sector privado. En la medida en que las empresas perciban que hay inversionistas institucionales, como las AFP, que están en condiciones de concurrir al financiamiento de proyectos, ya sea por la vía de la adquisición de acciones o de títulos de deuda, todos ellos por un plazo superior al que se encuentra en el mercado de capitales tradicional, aumentará el interés de aquéllas por tener acceso a tal género de financiamiento, y así las solas fuerzas del mercado inducirán una mayor oferta de instrumentos.

La aprobación de un cuerpo legal que contemple avances en la dirección propuesta en el proyecto de ley comentado es una necesidad imperiosa para el sector. De lo contrario, no sólo continuará observándose una excesiva concentración de la cartera de inversiones en títulos estatales, sino que, además, se estará desaprovechando una adecuada fuente de financiamiento para proyectos de inversión del sector privado. Por último, también se estará perdiendo una oportunidad para aumentar la participación de los trabajadores en la propiedad de las empresas, aspecto que facilita en buena forma la consolidación del sistema vigente.

Viviendas por A.F.P.

2-Nov-88

Según informó el presidente de la asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones, A.F.P., en los próximos días se publicará y entrará en vigencia una serie de normas que permitirán destinar el ahorro voluntario de los cotizantes de A.F.P. a la adquisición de viviendas.

El ahorro voluntario en las A.F.P. constituye una novedosa modalidad de capitalización en virtud de la cual el afiliado puede abrir una "libreta paralela", o "cuenta dos", en la que ahorra directamente o mediante descuentos del empleador, pudiendo girar como si se tratase de libretas de ahorro convencionales, pero obteniendo un interés promedio bastante superior al que tradicionalmente ofrecen los bancos.

Este sistema comenzó a operar en enero de este año y el número de libretas abiertas ha tenido un crecimiento constante a medida que el público ha ido apreciando la transparencia y eficacia de la nueva modalidad del ahorro. Si el primer mes sólo se abrió un poco más de mil libretas, actualmente las AFP pueden contar con casi cien mil ahorrantes. Ello se explica en parte por el evidente incentivo que implica una tasa de interés elevada —durante los últimos ocho meses un promedio equivalente a más del doble que el interés promedio ofrecido por los bancos.— Pero hay también un factor de confianza que se ha ido consolidando con el paso del tiempo paulatinamente, en el mercado financiero nacional.

En efecto, uno de los grandes beneficios que implica la mantención de políticas estables en lo económico y financiero consiste en que se evita de esa forma la especulación y en cambio se fomenta la credibilidad de parte de los distintos inversionistas, especialmente pequeños. Pero una línea de políticas financieras y económicas estables sólo puede mantenerse dentro de un contexto de un sistema que junto con dar la necesaria libertad a los agentes económicos y financieros, conlleve una adecuada fiscalización. Es precisamente en lo que ha estado empeñado el Gobierno durante todos estos años.

Con las normas anunciadas recientemente y que entrarán a regir en estos días, los cotizantes del nuevo sistema previsional podrán destinar sus ahorros voluntarios previsionales en los mismos términos en que se puede hacer con las libretas de ahorro para la vivienda. Esto significa que se podrá postular a subsidios, beneficiarse de créditos hipotecarios, y, en general, acogerse a las demás ventajas del ahorro para la vivienda. Con la normativa —que fue redactada por una comisión conjunta de los Ministerios del Trabajo y Previsión Social y de Vivienda y Urbanismo —se espera facilitar e incentivar la adquisición de la vivienda propia, una de las grandes metas sociales del Gobierno.

Sistema Previsional

Señor Director:

En carta publicada en "El Mercurio" del 30 de octubre pasado, el señor Luis Felipe Correa Reyes acusa a personeros políticos de "querer echar mano de los fondos previsionales de los trabajadores", en el caso de llegar a gobernar el país. Dice, además, que los afiliados a las AFP deben mantenerse en guardia, cautelando su futuro previsional y agrega que los imponentes, al conocer su posibilidad de jubilar en la AFP, "se llevarán una sorpresa", comparando el actual sistema con el de las Cajas de Previsión antiguas.

Como no pertenezco a partido político alguno y soy independiente, no es mi intención salir en defensa de ellos, simplemente no resistí el impulso de reaccionar ante la majadera insistencia en hacer una apología de un sistema que culmina en un despojo a los trabajadores.

En la modalidad antigua el mayor porcentaje imponible lo aportaba el empleador. Ahora, el total es descontado del sueldo del imponente. Este recibía al jubilar una indemnización que le significaba recuperar parte de sus fondos, devolución que en el actual sistema no existe.

Antes, la jubilación comenzaba con un

7/11/88

equivalente a los últimos sueldos percibidos en actividad, aunque debemos reconocer que, en algunas Cajas de Previsión, al no ser reajustados estos beneficios debidamente, perdía su valor en el tiempo. También es cierto que, especialmente por no existir los recursos computacionales de ahora, había burocracia que financiar, pero en número notoriamente inferior a los actuales gestores a comisión que financian los afiliados.

En el antiguo sistema se jubilaba a los 30 años de servicio, en cambio, con el nuevo sólo se puede soliciar pensión de vejez a los 40 ó 45 años de trabajo, quedando definitivamente sin más opción que vivir de la renta que le asignan.

Para clarificar más lo expuesto analizo un ejemplo concreto, que refleja lo que encontrará un postulante a pensión de vejez:

—La pensión mensual será del 0,58 por ciento de los fondos acumulados y, al fallecer, su cónyuge recibirá el 0,35 por ciento; es decir, después de toda una vida de trabajo, si sus imposiciones suman 10 millones de pesos, recibirá 58 mil pesos al mes, existiendo un poco relevante incremento de dos o tres mil pesos si se acoge a una compañía de seguros. Cabe hacer notar que en cualquier Banco el interés de captación, en moneda dura, está sobre el 0,70 por ciento mensual.

—Para haber reunido esos fondos, sus últimos sueldos imponibles debieron ser del orden de los 260 mil pesos, lo que significa bajar su standard de vida a un poco más de un quinto, desde el primer día de pensionado.

—Mejor no tocar el punto de lo que habría significado el interés de sus imposiciones a la AFP y las comisiones por "administrar" sus fondos durante 40 años, ya que éstos sobrepasarían los 60 millones de pesos.

—Finalmente, los 10 millones acumulados los pierde íntegros, quedando en poder de la AFP para siempre.

Como dice el señor Correa, el imponente "se llevará una sorpresa" cuando acuda a reclamar sus derechos.

Gastón Barrios Lamarque
Constructor Civil U.C.

EL MERCURIO
FUNDADO POR AGUSTIN EDWARDS
26-11-88.

Ampliación de Inversiones de AFP

La necesidad de ampliar la gama de posibilidades de las AFP para invertir los recursos acumulados en ellas es una materia en la cual se ha generado un amplio consenso entre los especialistas. Sectores académicos, ejecutivos de dichas instituciones y personeros de los organismos fiscalizadores coinciden en este punto, por lo que se están promoviendo iniciativas en tal dirección.

Desde la fecha de su promulgación, el DL 3.500 y sus normativas complementarias han experimentado modificaciones, tendentes todas ellas a perfeccionar el funcionamiento del nuevo sistema previsional. Dentro de éstas, un lugar importante han ocupado las que han permitido diversificar las inversiones de las AFP, habiéndose logrado una mayor flexibilización en la materia. Incluso se encuentra en trámite legislativo un proyecto de ley que las faculta a invertir en mutuos hipotecarios y se estudia otro proyecto que autorizaría invertir hasta el 10 por ciento de los fondos de pensiones en empresas con liquidez.

No obstante la importancia de estos avances, convendría realizar estudios que permitan evaluar la factibilidad de introducir modificaciones mayores. Un economista y empresario vinculado al sector financiero ha dicho que se debe avanzar en forma decidida hacia la ampliación del campo de inversiones de las AFP, agregando que se trata de un "imperativo macroeconómico". Esto obedece a que el crecimiento proyectado de los fondos de pensiones será de tal magnitud en los próximos períodos, que de no actuarse a tiempo se producirá un no despreciable déficit de oferta de instrumentos susceptibles de ser adquiridos por las AFP.

En este contexto también ha habido proposiciones en el sentido de crear la posibilidad de invertir en activos internacionales. Desde un punto de vista estrictamente técnico, es decir, desde una perspectiva que subraya aspectos tales como la rentabilidad y el riesgo, se trata de una opción que no debe ser desechada. Es posible que proposiciones de esta naturaleza no sean fácilmente digeridas por aquellos sectores que tienen una línea de pensamiento proclive al estatismo, y por ello deberán aumentarse los esfuerzos para lograr convencer sobre la necesidad de continuar avanzando en esta dirección. Tal como lo recalcó el economista aludido, "en los albores del siglo XXI el régimen de acceso al mercado cambiario debería ser libre para integrarse a los mercados mundiales de bienes y capitales, que es la tendencia global en el mundo", agregando a renglón seguido que el mercado de capitales cerrado que existe en Chile no permite que la gran apertura que ha habido en el mercado de bienes se complemente con la del sector financiero, debiendo liberalizarse este último a fin de lograr el máximo beneficio del comercio internacional.

No puede negarse que las proposiciones que se comentan, aunque no son nuevas, implican una innovación sustancial en la materia. En lo que toca a las inversiones de las AFP, se trata de continuar marchando en una dirección que permita aumentar el grado de diversificación de las inversiones, pudiendo al mismo tiempo utilizarse los recursos de los fondos de pensiones en operaciones que impliquen una mayor rentabilidad, sin descuidar el aspecto de seguridad. Aunque puede no ser fácil convencer a quienes corresponda de la importancia de este punto, se trata de una tarea que justificará los mayores esfuerzos.

EL MERCURIO
FUNDADO POR AGUSTIN EDWARDS

22-11-88

Sistema de ISAPRES

Más de 100 mil personas se afiliaron voluntariamente al sistema de ISAPRES entre junio de 1987 y junio de 1988. El número total de cotizantes a fines del primer semestre del año en curso era de algo más de 409 mil. Sumada esta cifra al número de cargas de cada cotizante, el total de beneficiarios del sistema asciende ya aproximadamente a un millón y medio de personas, esto es, alrededor del 12 por ciento de la población total del país.

El sistema privado de salud comprende, pues, una magnitud no desestimable de personas, la que continúa creciendo. Esto explica la relativa cautela con que se han referido a aquél los voceros de oposición, cuando se les ha preguntado qué haría ésta al respecto si detentase el gobierno. Las respuestas contienen, en general, una vaga aceptación, unida al infaltable anuncio de que "se le introducirán reformas" para "hacerlo más solidario".

Esta fórmula tiene buena presentación, pues nadie podría postular una petrificación del esquema actual; evidentemente, éste puede ser mejorado. Pero habría que precisar en qué consistirían las reformas orientadas a ese fin. Una de las que se han insinuado, por ejemplo, consistiría en reducir en dos o tres puntos la cotización legal del siete por ciento de la remuneración que perciben las ISAPRES, y destinar a la tonificación de las finanzas del sistema público de salud el producto de esa disminución.

Es de prever el aplauso que ella encontraría entre quienes hoy censuran al sistema privado, acusándolo de las limitaciones de la salud pública. Pero pocos han estudiado la advertencia de los dirigentes gremiales del sector, según la cual bastaría reducir esa cotización en menos de dos puntos para producir la ruina del sistema y el fin de la gran mayoría de las ISAPRES. Esto se debe a que el margen de utilidad del sistema es escaso, pese a la distorsionada imagen que de él suele presentarse. En suma, una reducción como la referida no significaría ningún mejoramiento del sistema público, y destruiría con seguridad al privado.

Entre quienes propician medidas semejantes hay algunos que tienen plena conciencia de lo anterior y, en realidad, desean el fin de la gestión privada en esta área, por razones ideológicas, pero no estiman conveniente ni necesario plantearlo así derechamente. Hay, por cierto, otros que, de buena fe y con escaso conocimiento, creen favorables para la población tales "correcciones".

No debería olvidarse, sin embargo, que si se suprime o destruye la estructura privada en este ámbito, la demanda de servicios de salud de ese millón y medio de personas recaerá nuevamente sobre el sector público. Este apenas logra satisfacer dificultosamente los requerimientos actuales. Y aun si se dejara de lado el absurdo de que precisamente los sectores más pudientes vuelvan a demandar al Estado —esto es, al contribuyente—, ¿cabe, acaso, suponer que pudieran destinarse a la salud estatal más recursos que los tradicionales? Porque el desfinanciamiento de ésta ha sido crónico, bajo todos los regímenes, como una consecuencia más del subdesarrollo que ninguno de ellos logró vencer.

Habrá, pues, de velarse por que las medidas correctivas que se apliquen sean efectivamente tales, fundadas en sólidas razones técnicas y no en la demagogia. El sistema de ISAPRES debe estar abierto a las rectificaciones, pero no a las medidas meramente propagandísticas. En ese espíritu, una corrección interesante sería aquella que estimule a las partes a pactar contratos por plazos más largos de los que se han acostumbrado hasta ahora. Si ello se consiguiera, se habría dado un paso que sólo podría incrementar el bienestar y la seguridad de los afiliados, sin poner en riesgo un sistema que ha recibido un sustancial respaldo de parte de la población.

Inversiones de AFP en Viviendas

Ingresó a trámite legislativo un proyecto de ley que introduce modificaciones al DL 3.500, que regula el funcionamiento de las AFP, en el sentido de autorizar a estas entidades a invertir parte de los recursos de los fondos de pensiones en la adquisición de bienes raíces y en mutuos hipotecarios.

Tal como se indica en el mensaje que acompaña a dicho cuerpo legal, lo que se pretende con esta iniciativa es "flexibilizar las inversiones que se realicen con los recursos de los fondos de pensiones, manteniendo el objeto establecido consistente en obtener adecuada rentabilidad y seguridad". El mecanismo diseñado con este propósito consiste en hacer posible "la inversión de los fondos de pensiones en bienes raíces y mutuos hipotecarios endosables, ambos en forma indirecta a través de la participación de los fondos en sociedades de giro exclusivo inmobiliario".

El proyecto de ley que se comenta exhibe dos importantes facetas positivas que conviene destacar. En primer lugar, la sola ampliación de las posibilidades de inversión de los fondos de pensiones tiene un beneficio directo desde el punto de vista de la diversificación. Como es bien sabido, la composición de las inversiones de las AFP muestra una marcada concentración en instrumentos de deuda emitidos por el Estado, lo que no parece conveniente en una perspectiva de largo plazo. En contraposición a esto se observa una muy insuficiente participación en títulos accionarios y de deuda emitidos por las empresas privadas.

Debe reconocerse, en todo caso, que los avances que se han logrado desde que empezó a operar el sistema en 1981 han sido significativos, y ello ha obedecido tanto a la mayor flexibilidad que se ha introducido en la legislación como a la iniciativa que han tomado las mismas empresas privadas al utilizar en mayor grado la sión de bonos como mecanismo de financiamiento. No obstante, lo cierto es que hoy, cualquiera sea la razón, las AFP enfrentan una insuficiente gama de opciones para sus inversiones. Considerando tanto la situación presente en la materia como las proyecciones futuras de los fondos de pensiones, la iniciativa que se comenta constituye un paso adicional en la dirección positiva.

En segundo término, la posibilidad de que las AFP puedan invertir en bienes raíces y en mutuos hipotecarios va a facilitar el dinamismo en la construcción de viviendas, pero de un modo eminentemente sano. Pese a que la reforma previsional ha significado un cambio sustantivo en cuanto a que los afiliados del nuevo sistema percibirán, por lo general, pensiones más elevadas que las que les hubiere correspondido en el antiguo régimen, quedan aún reminiscencias de las cajas en lo que se refiere a préstamos habitacionales. Si bien es cierto que fueron pocos los que lograron tener acceso a este beneficio —y, desde luego, no fueron los más pobres—, hay amplios sectores que todavía asocian a la reforma previsional la pérdida de dicha ventaja potencial.

Aunque pueden presentarse sólidos argumentos para fundamentar que las instituciones previsionales tienen por fin generar pensiones adecuadas para sus cotizantes, y que hay otras instancias más eficientes para otorgar préstamos habitacionales, existe una presión latente por vincular ambos conceptos. En este sentido, la modificación legal que se comenta apunta en la dirección correcta, por cuanto va a contribuir a una mayor construcción de viviendas, pero directamente por la vía de las inversiones en los fondos de pensiones, y no de modo indirecto a través de préstamos a los afiliados. Esta última modalidad contribuyó en forma nada despreciable al desfinanciamiento de las antiguas cajas de previsión, con todo lo que ello ha implicado en cuanto a menores pensiones para los afiliados a dichas instituciones.

Preguntas Básicas Sobre Previsión

Responde el Gerente General de la AFP Habitat, Ramón Leyton.



Ramón Leyton, gerente general de AFP Habitat.

NO obstante la abundante información existente en torno al trabajo de las Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP, aún subsiste un cúmulo de dudas en la población, incluidos los propios adherentes al sistema.

Por ser de alto interés y la amplia cobertura de las respuestas, transcribimos a continuación el cuestionario planteado al gerente general de la AFP Habitat, Ramón Leyton.

Estas son sus respuestas:

El derecho a jubilar

—¿Cuántas cotizaciones debe acreditar un trabajador para tener derecho a la jubilación?

—No se exige un mínimo de cotizaciones para jubilar.

Para pensionarse por vejez el único requisito es haber cumplido 65 años de edad, si son hombres, y sesenta años de edad, sin son mujeres. Sin embargo, para acceder al beneficio de pensión mínima garantizada por el Estado, además de cumplir los requisitos anteriores, el afiliado debe registrar a lo menos veinte años de cotizaciones o servicios computables en cualquiera de los sistemas previsionales. Este beneficio es financiado por el Estado y en la actualidad lo obtienen aquellas personas cuya pensión es menor a $ 11.741.

Existe también la posibilidad de anticipar esta pensión si se cumplen los siguientes requisitos:

a) Acumular un fondo en la cuenta individual, suficiente para financiar una pensión igual o superior al 50% del promedio de las rentas imponibles de los últimos 10 años de trabajo.

b) Que la pensión resultante sea igual o superior al 110% de la pensión mínima garantizada por el Estado.

[illegible] caso de las pensiones [illegible]z y sobrevivencia, [illegible]e un número [illegible]ciones

[illegible]rtas

de los últimos diez años actualizados. Específicamente el afiliado debe estar en alguna de las situaciones siguientes:

a) Encontrarse cotizando al momento de su muerte o declaración de invalidez.

b) Ser afiliado trabajador **dependiente** y haber dejado de prestar servicios en un plazo no superior a doce meses antes de la declaración de invalidez o del fallecimiento. Además, deberá registrar como mínimo seis meses de cotización en el año anterior al último día del mes en que haya dejado de prestar servicios.

Tendrán derecho a garantía estatal de pensión mínima de invalidez, aquellos afiliados declarados inválidos y que:

a) No tengan derecho a la garantía estatal de la pensión mínima de vejez.

b) Registren al menos dos años de cotizaciones en cualquier sistema previsional durante los últimos cinco años, o estar cotizando al momento en que la invalidez es declarada en caso de que ésta ocurra a consecuencia de un accidente, o completar diez años de imposiciones efectivas en cualquier sistema previsional.

Los beneficiarios de pensión de sobrevivencia tendrán derecho a la garantía estatal de pensión mínima, si el causante hubiera estado pensionado a la fecha de su fallecimiento o se encontrare en la situación descrita en la letra b) del párrafo anterior.

—¿Qué porcentaje de su último salario recibe un jubilado?

—Los actuales pensionados del Nuevo Sistema cotizaron en su vida activa tanto en el nuevo como en el antiguo sistema. Por lo tanto, la pensión que están percibiendo depende de las imposiciones declaradas en el antiguo sistema, y del fondo acumulado en su cuenta individual durante los años de cotizaciones en el nuevo sistema, y no resultan representativas de la pensión que podrá obtener en el futuro un afiliado que sólo cotice en el nuevo sistema.

En el libro "La Previsión en Chile, Ayer y Hoy", de Hernán Cheyre V., se proyectan las pensiones para un trabajador que cotizara durante toda su vida laboral en el nuevo sistema, y que comienza a trabajar a los 18 ó 25 años de edad y jubila a los 65 años, bajo los siguientes supuestos:

Su remuneración crece un 2% real anual entre la fecha que comienza a trabajar y los 50 años de edad. A partir de esa fecha y hasta el momento de jubilar, su remuneración se mantiene constante en términos reales.

La tasa de cotización obligada es igual a la actual (10%).

Se considera una comisión fija mensual cobrada por las A.F.P. de 250 pesos.

La rentabilidad anual del Fondo de Pensiones es de un 5% real.

El afiliado tiene cónyuge al momento de jubilar.

La tasa de descuento utilizada para calcular la pensión de Renta Vitalicia que el afiliado puede obtener con sus fondos acumulados en su cuenta individual es de 5%.

Las pensiones proyectadas, basadas en estos supuestos, representan los porcentajes que a continuación se indican para cada una de las rentas señaladas y para afiliados que **comienzan** a trabajar a los 18 ó 25 años de edad:

[illegible]n Proyectada	Porcentaje de la Renta	
25 años	18 años	25 años
[illegible]$)	(%)	(%)
[illegible]	97,0	73,9
	103,2	78,0
	107,5	81,0
	110,0	82,6

—¿Cuál es el costo de la administración de estos servicios?

—El costo de administración del Fondo de Pensiones, cobrado por las AFP a un cotizante que percibe una renta de $ 45.000 que es aproximadamente el promedio de las rentas imponibles del sistema, es de $ 882 mensuales, que equivale a un 1,96% de su renta imponible (a noviembre de 1988).

Este costo se compone de la comisión fija —que para el mes de noviembre es de $ 243,3 (promedio del sistema) y de la comisión porcentual— que en promedio representa un 1,42% de la renta imponible

Cabe señalar que adicional a esta comisión porcentual, las AFP cobran alrededor de un 2% de la renta imponible destinado al pago de la prima de seguro de Invalidez y Sobrevivencia, que deben realizar a una compañía de seguros para cubrir a los trabajadores por estas eventualidades.

Incluyendo este concepto, el costo para un afiliado con renta imponible de $ 45.000 llegaría a $ 1.782 mensuales, equivalentes a un 3,96% de su renta imponible.

Cabe señalar que existen diferencias en este costo de administración dependiendo de la AFP. Por ejemplo, la comisión fija va de $ 116 a $ 497.

—¿Cuál es el nivel de cobertura en caso de fallecimiento a: esposa, hijos menores, hijas mujeres que no trabajen o padres ancianos?

En caso de fallecimiento de un trabajador, sus sobrevivientes deben cumplir ciertos requisitos para tener derecho a beneficios de pensión. Estos requisitos son los siguientes:

—La cónyuge debe haber contraído matrimonio con el causante, a lo menos con seis meses de anterioridad a su fallecimiento, o tener hijos en común.

—Los hijos deben ser menores de 18 años de edad, o mayores de 18 y menores de 24 años si son estudiantes, o ser inválidos, cualquiera sea su edad.

No se discrimina entre hijos hombre o mujer (legítimos, naturales, adoptivos).

—Las madres de hijos naturales deben ser solteras o viudas y vivir a expensas del causante.

—A falta de las personas antes señaladas, los padres tendrán derecho a pensión de sobrevivencia siempre que sean causante de asignaciónm familiar.

Las pensiones de los beneficiarios son equivalentes a un porcentaje de la pensión del causante, siendo estos porcentajes los que a continuación se indican:

a) Sesenta por ciento para la cónyuge, que se reduce a cincuenta por ciento si existen hijos con derecho a pensión.

b) Treinta y seis por ciento para la madre de hijos naturales reconocidos por el causante, que se reduce a treinta por ciento si existen hijos con derecho a pensión.

c) Quince por ciento para cada hijo con derecho a pensión. Si al momento del fallecimiento, el trabajador no tuviera cónyuge con derecho a pensión, las pensiones de los hijos se incrementarán, distribuyéndose por partes iguales al cincuenta por ciento al cual hubiere tenido derecho la cónyuge.

d) Cincuenta por ciento para los padres que cumplan los requisitos señalados.

—¿Cuántos años de vigencia tiene el Sistema de Pensiones Privado y cuántos pensionistas soporta en porcentaje del total de aportantes?

—El Sistema de Pensiones Privado fue creado por el Decreto Ley 3.500, de 1980, y comenzó a funcionar en mayo de 1981. Es un Sistema de capitalización individual, donde cada trabajador es responsable de formar su propia pensión, cotizando a un fondo propio que es administrado por una AFP (Administradora de Fondos de Pensiones). Este fondo constituye un ahorro previsional del trabajador, que es inembargable e inexpropiable y patrimonio exclusivo del afiliado.

Al pensionarse, el trabajador recibirá como pensión de vejez una cantidad de dinero que tiene directa relación con el monto de sus cotizaciones más la rentabilidad generada y menos las comisiones cobradas, sin perjuicio que el Estado garantice pensiones mínimas.

Por lo tanto, no existen "aportantes al Sistema", ni "pensionados que el Sistema soporte", si no que cada trabajador ahorra para su pensión en forma individual.

En la actualidad el Nuevo Sistema tiene 3.044.232 afiliados y paga 49.263 pensiones, de las cuales 9.505 corresponden a vejez.

construcción

Editora: María Eugenia Borel Schieyssal

Coordinador: Patricio Muñoz Madariaga

Redacción: Ernesto Santis Riquelme, Marcela Suárez Alarcón

Diseño: Isabel Porcile Jiménez, Gonzalo Seguel Retornano

Armado: Jaime Moya Brito

Fotografías: Documentación "El Mercurio" y empresas del sector

Representante Legal: Jonny Kulka Fraenkel

Coordinación Comercial: Hugo Herrera Orellana

Avisos: Fonos: 2287048 y 2288147, Anexos: 221 - 538 - 539

Dirección: Avda. Santa María 5542, Santiago

1888 1988
CENTENARIO
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE

ADEC
POST TITULO EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS CONSTRUCTORAS
PROMOCION 1989-1990

La Escuela de Construcción Civil con la participación de la Escuela de Administración dictan el programa de seis trimestres vespertinos conducentes al:

POST TITULO EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS CONSTRUCTORAS

Diseñado para profesionales de distintas disciplinas con al menos dos años de experiencia en cargos que impliquen responsabilidad decisional en una empresa constructora, inmobiliaria o de financiamiento hipotecario.

Las solicitudes de admisión se reciben en la sede del Programa: Casa Central Pontificia Universidad Católica de Chile. Alameda 340, 4º piso, hasta el próximo 20 de enero 1989.

Para mayores informaciones dirigirse al Director ADEC, fono: 2224516 anexo 2697

SI APRUEBAN LEY QUE AMPLIA MARGENES

En US$ 530 Millones Se Ampliaría Margen de AFP Para Invertir en Acciones

● Según análisis de Tanner & Continental Illinois S.A., Corredores de Bolsa, ello ocurriría porque las AFP podrían invertir en otras 19 empresas y se aumentarían los márgenes en las 9 actualmente elegibles.

En 530 millones de dólares estiman el aumento potencial de la demanda por acciones si se concreta el incremento de los márgenes de inversión de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en diversas empresas, de acuerdo a una normativa actualmente en trámite en el Legislativo.

Así lo indica un análisis realizado por Tanner & Continental Illinois S.A., Corredores de Bolsa, en el cual agregan otras 19 empresas a la lista de entidades elegibles para las inversiones de las AFP, que actualmente comprende nueve empresas.

Especifica que sólo esas nuevas entidades podrían significar un aumento de inversiones equivalente a 266 millones de dólares.

Luego, ante el eventual aumento de la demanda por acciones, consideran que es poco probable un incremento importante de la oferta, al menos en el corto plazo, por lo que ello sumado a otros factores, permitiría anticipar una tendencia creciente en los precios de las acciones.

En el análisis mencionan como eventuales empresas elegibles a Cap, con un margen total de inversión en ac-

(Continúa en la página B 12)

En US$ 53

(De la página B 1)

ciones por parte de las AFP que probablemente ascenderá a 32 millones de dólares; luego, Cartones, también con un margen de 32 millones de dólares, al igual que Copec.

Otras empresas son: Indo-A, con un margen probable de inversión por parte de las AFP de 22 millones de dólares; Iansa, con 21 millones de dólares; Eperva-A con 20 millones de dólares; Electricid con 19 millones de dólares; Vapores con 18 millones de dólares; Coloso, con 13 millones de dólares; Madeco con 12 millones de dólares; y Sipsa, con 10 millones de dólares.

Más atrás se ubican —según el análisis— Gas Santiago, con 9 millones de dólares; Profor, con 7 millones de dólares; Pizarreño, con 5 millones de dólares; Cholguán, Conchatoro, Luchetti, y Maderas, todas ellas con 3 millones de dólares. Finalmente, se sitúa Cementos, con 2 millones de dólares.

En cuanto a estas nuevas empresas, el análisis aclara que ellas estarían cumpliendo con los requisitos para ser incluidas, "ello sin perjuicio de que otras podrían estarlo y de que algunas de las señaladas tienen muy bajos volúmenes de transacción bursátil".

En otro orden, en el caso de las nueve empresas ya elegibles, la próxima aprobación de la normativa que aumenta los márgenes de inversión de las AFP incrementaría el margen actual en esas empresas, que de acuerdo al análisis sería de la siguiente forma: Endesa, 54 millones de dólares adicionales; Enersis, 38 millones de dólares; Soquimich, 30 millones de dólares; Entel, 27 millones de dólares adicionales; Teléfonos, 20 millones de dólares; Chilgener 11 millones de dólares; Chilquinta, 6 millones de dólares; LabChile, 5 millones de dólares; y finalmente, Schwager, con 1 millón de dólares.

EFECTOS EN EL MERCADO

El análisis destaca que el sistema previsional ha ido expandiéndose y sus fondos superan ya los 3.700 millones de dólares, con un crecimiento mensual aproximado de 90 millones de dólares. Subraya que sólo el 8,6 % de los activos totales de los fondos previsionales corresponden a inversión en acciones, lo que equivale a alrededor de 320 millones de dólares.

Luego, indica que ante el aumento de las inversiones que las AFP podrán realizar en las empresas, el mercado se ha anticipado a esa eventualidad y por ello se ha observado un importante incremento en la transacción de ciertos títulos.

Agrega que "la expectativa de alzas futuras debería estar incentivando a inversionistas institucionales, tales como las AFP y Compañía de Seguros, a incrementar su cartera de acciones hasta los límites autorizados, antes de la materialización del alza de precios".

Añade que, "por su parte, otros inversionistas, que no tienen las mismas restricciones de inversión, como Fondos Mutuos, Compañías de Inversiones, las Compañías Administradoras de Fondos de Pensiones e inversionistas particulares, anticipando los probables efectos sobre precios, podrían estar demandando aquellas acciones supuestamente elegibles con la modificación".

INDICADORES

COBRE

HOY: 143,389
AYER: 145,568
PROMEDIO MES: 141,632
PROMEDIO AÑO: 146,788

. Precios en centavos de dólar por libra.

UF

HOY: 4.664,43
MAÑANA: 4.667,36
PASADO MAÑANA: 4.670,29

INTERESES

(captación: 30 días.)

PIZARRA: 1,95% a 2,05%

MARGINAL: 2,10%

DOLAR

OBSERVADO: $ 251,32 (vend.)
PARALELO: $ 277 (comp.)
$ 278 (vend.)

Esa expectativa está 'empujando' al alza las acciones

Pronto a entrar en vigencia está proyecto que permitirá a las AFP invertir en Bolsa

En su etapa final de tramitación está el proyecto de ley que permitirá a las administradoras de fondos de pensiones (AFP) aumentar sus inversiones en acciones que se transan en la Bolsa de Comercio, según voceros autorizados del Poder Legislativo. Las fuentes precisaron que la iniciativa se encuentra en Comisión Conjunta. El plazo para la redacción del informe final vencerá el 25 de este mes. De no mediar ninguna otra indicación del Ejecutivo y ninguna otra proposición de las otras comisiones, quedaría en "estado de tabla" para ser analizado por la Junta a fines de mes o a comienzos de mayo.

El proyecto ingresó al Legislativo en noviembre de 1988, y recibió calificación de "trámite ordinario", lo que significa un plazo de tramitación y aprobación por parte de la Junta de 180 días.

Incidencia en la Bolsa

La inminente puesta en vigencia de ese cuerpo legal ha incidido, entre otros factores, en el aumento registrado durante los últimos días en los precios de las acciones que se transan en la Bolsa, según el director de ese organismo y empresario financiero, Guillermo Villaseca.

"Entendemos que este proyecto se verá en la Junta dentro del mes, y los inversionistas perciben que será aprobado. Ello debiera provocar una demanda importante por acciones de parte de las AFP, lo que debiera hacer subir los precios".

'Jugosos' dividendos

Añadió que otro factor radica en que la mayoría de las sociedades anónimas reparten dividendos una vez que han aprobado sus balances en las juntas de accionistas, lo que está ocurriendo en estas semanas.

Anunció que habrá repartos de dividendos significativos en los próximos 30 días. "Acabamos de hacer un estudio, y suman algo más de $ 70.000 millones. Si en la Bolsa se transan unos $ 500 a $ 1.000 millones diarios, estos dividendos representan la transacción de alrededor de 100 días de movimiento bursátil".

A su juicio, es probable que los beneficiados con esos dividendos reinviertan parte de ellos en acciones, lo que también implicaría una mayor demanda por esos papeles.



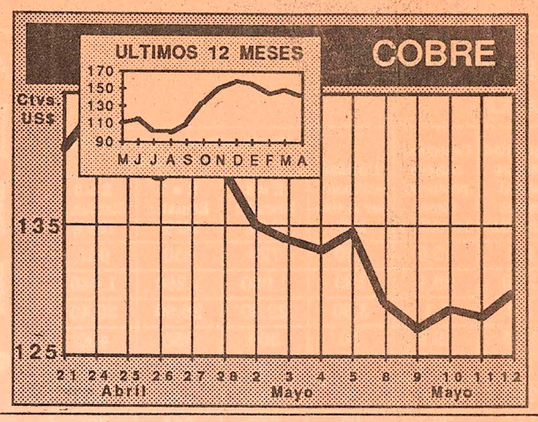
Guillermo Villaseca analizó causas de tendencia alcista en la Bolsa.

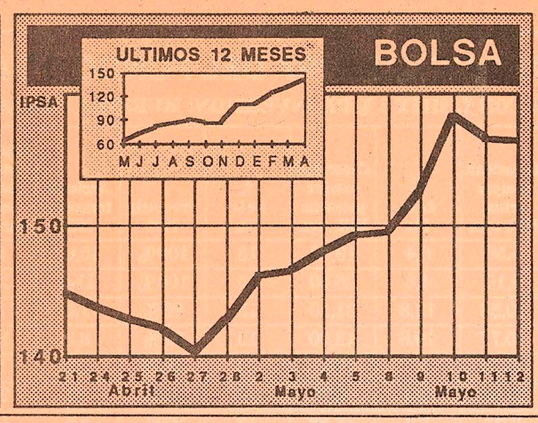
Por otra parte, destacó que a fines de abril deben conocerse los resultados de las empresas en el primer trimestre, luego que tienen plazo hasta el 30 de abril para entregar sus estados de situación al 30 de marzo a la Superintendencia de Valores y Seguros. Como se prevén buenos resultados, ello también está incidiendo en las expectativas de los inversionistas.

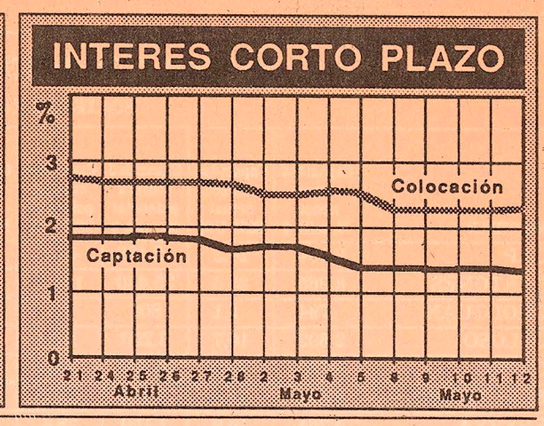
Escenario político

Villaseca indicó que el panorama político se ve relativamente estable, y "la renuncia de Büchi fue percibida por el mercado como una noticia positiva, en términos de que podría ser un candidato con buenas perspectivas".

EL MERCURIO
Economía y Negocios
B 1
Santiago de Chile, Domingo 14 de Mayo de 1989







JOSE HERNAN OVALLE NORDENFLYCHT:

"US$ 490 Millones Podrían Invertir AFP en Acciones"

- Nuevas normas, recientemente aprobadas por la H. Junta de Gobierno, sobre las inversiones de los Fondos de Pensiones, ampliaron significativamente el monto en que los recursos de éstos pueden incursionar en el mercado bursátil.
- En títulos de sociedades que actualmente son susceptibles de formar parte de la cartera de los fondos, éstos podrían aumentar sus colocaciones hasta en US$ 217 millones, en tanto que en un conjunto de nuevas sociedades ese monto puede alcanzar hasta US$ 275 millones.

La reciente aprobación por parte del Poder Legislativo de la ley que modifica los límites de inversión de los Fondos de Pensiones administrados por las AFP ha ampliado de manera importante el conjunto de activos en que éstos se pueden colocar.

La nueva normativa contempla tres elementos principales de aumento del universo elegible para formar parte de la cartera de los fondos. El primero de ellos, es la autorización de aumentar el monto de los recursos invertidos en aquellas sociedades que hasta ahora han formado parte de sus inversiones.

El segundo, es la incorporación de un importante número de acciones, representativas de la propiedad de nuevas sociedades, al universo de las inversiones autorizadas para los fondos de pensiones. Estos son títulos de empresas que tienen un grado relativamente alto de concentración, razón por la cual no eran suceptibles de ser adquiridos por las AFP.

El tercer elemento es la posibilidad que contempló la nueva ley de que los recursos de los fondos de pensiones se inviertan en acciones de sociedades anónimas de giro inmobiliario.

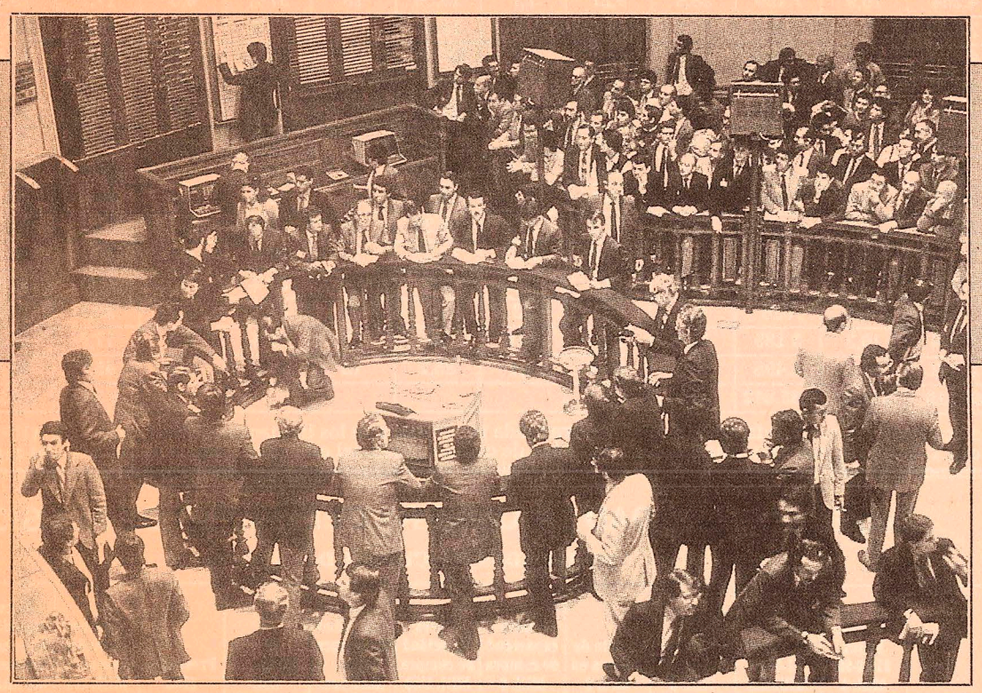
El alcance cuantitativo de estas modificaciones es una materia de interés tanto para los inversionistas tradicionales como para los trabajadores que tienen sus ahorros previsionales bajo la administración de las AFP. Para tener una dimensión de la cantidad de recursos que en virtud de estas modificaciones podrán canalizarse hacia el mercado bursátil, tal como se lo conoce hoy, "Economía y Negocios" conversó con el corredor de bolsa José Hernán Ovalle Nordenflycht.

Ovalle, conocedor del mercado accionario chileno y especialista en inversiones, elaboró un detallado análisis de los montos que los fondos podrían invertir en acciones de sociedades actualmente transadas en Bolsa haciendo uso de los nuevos márgenes de inversión autorizados por la normativa recién aprobada.

De acuerdo a sus estimaciones, las ocho sociedades que actualmente forman parte de la cartera de los fondos de las AFP, podrían llegar a volcar hasta US$ 217 millones al mercado bursátil. En lo relativo a las nuevas sociedades que ahora podrán formar parte de esa cartera, Ovalle estima que los recursos canalizables por los fondos de pensiones podrían llegar hasta US$ 275 millones.

Las magnitudes indicadas, pecisa Ovalle, son el resultado de considerar los límites de inversión, tanto en función del monto de los fondos de pensiones propiamente tal, como del monto del capital de la sociedades elegibles.

José Hernán Ovalle no incluyó en su análisis una estimación de los montos invertibles en acciones de sociedades inmobiliarias por cuanto éstas, hasta ahora, tienen una escasísima presencia en la Bolsa de Comercio, y porque la ampliación en ésta área es una consideración relativa al horizonte de inversiones futuras de los fondos, más que una autorización para colocaciones inmediatas.



Nuevas Empresas Diversifican El Riesgo de los Fondos

- Entre ellas se cuentan Copec, Cartones y Cap.
- En estas empresas el límite máximo es el menor valor entre el 1 % del fondo administrado por la AFP y el 1 % del capital de la sociedad.

En US$ 275,5 millones se amplían las posibilidades de inversión en nuevas sociedades en relación a la anterior normativa con la nueva ley que modificó los límites de las colocaciones de los fondos de pensiones.

Estas mayores posibilidades de inversión se derivan de la autorización a colocar recursos en acciones de sociedades que no cumplan con los requisitos de desconcentración que están vigentes para las ocho empresas en que actualmente los fondos tienen inversiones.

En estos casos los límites están dados por el menor valor entre el 1 % del fondo o el 1 % del capital de la empresa.

José Hernán Ovalle hace una estimación del monto de recursos que las AFP podrán invertir en acciones de estas sociedades considerando tanto el monto acumulado en cada uno de los fondos de cada administradora como el capital de algunas de las empresas suceptibles de incorporarse a la cartera de las AFP.

Ovalle consideró un total de 20 sociedades con transacción en bolsa, aun cuando reconoce que es posible ampliarlo aún más, pero indica que las que eventualmente puedan incorporarse son de magnitud particularmente reducida, por lo cual su omisión no altera de manera fundamental la estimación hecha para estas veinte.

NUEVAS SOCIEDADES

Las empresas para las cuales Ovalle hace la estimación son: Cap, Cartones, Cholguan, Coloso, Copec, Electricidad, Eperva, Gas Santiago, Iansa, Indo, Lucchetti, Madeco, Maderas, Mineras, Pasur, Pizarreño, Profor, Siemel, Sipsa y Vapores.

En el caso de empresas de tamaño mayor, como Copec, Cartones o Cap la principal limitante es la magnitud de los fondos administrados por las AFP, por cuanto aquellas que tienen relativamente pocos afiliados tienen a su vez pocos recursos en sus fondos y consecuentemente sus posibilidades de inversión en esas empresas son reducidas.

MONTOS POR SOCIEDADES

La empresa que podría absorber el mayor volumen de recursos por parte de las AFP es Copec, en la cual se podrían invertir hasta $ 34.317 millones si cada fondo extrema su inversión en ella hasta su límite, sea este el 1 % de su propio fondo o el 1 % del capital de la empresa.

Siguen a Copec en magnitud de recursos destinables por los fondos, Cartones, con $ 25.480; Cap, con $ 12.428; y Eperva e Iansa, con $ 7.150 millones y $ 6.994 millones respectivamente.

En los últimos lugares en cuanto a magnitud absorbible por las empresas de recursos del fondo aparecen Siemel y Cholguán con $ 526 millones y $ 808 millones respectivamente.

EVOLUCION DEL FONDO Y REDISTRIBUCION DE ESTE

Por último Ovalle hace una disgresión en torno a la posibilidades futuras de inversión en función del crecimiento del fondo y/o su redistribución entre administradoras.

Así por ejemplo, en la medida que el fondo crezca, aquellas AFP que tienen un fondo pequeño y que el límite del 1 % de éste les ha impedido aumentar su participación en la propiedad de esas empresas, el límie crecerá en forma automática.

También es posible, indica Ovalle, que el actual fondo se redistribuya entre los fondos administrados por las distintas AFP, pasando parte de él desde aquellas de mayor tamaño —donde la restricción es el 1 % del capital de la empresa— a aquellas de menor tamaño, —donde la restricción es el 1 % del capital de la empresa— lo cual ampliaría el monto total a invertir en estas sociedades. En este último caso el monto máximo posible de invertir podría llegar a US$ 540,1 millones.

En US$ 217,6 Millones Se Ampliaría Inversión en Empresas Privatizadas

- Los mayores márgenes autorizados por la nueva ley, sumados a las disponibilidades que las AFP tenían hasta antes de esta modificación, permitirán a las administradoras invertir en Chilquinta, Chilgener, Endesa, Enersis, Entel, LabChile, Soquimich y Teléfonos hasta una cifra como la indicada.

Hasta US$ 217,6 millones podrían invertir los fondos de pensiones en instrumentos de las empresas privatizadas por el Estado y que han formado parte de su cartera hasta ahora. La estimación la hace José Hernán Ovalle en su estudio sobre los efectos cuantitativos de la modificación legal recientemente aprobada por el Poder Legislativo.

Esa cantidad de recursos podría canalizarse a través de la adquisición de instrumentos emitidos por las sociedades Chilgener, Chilquinta, Endesa, Enersis, Entel, LabChile, Soquimich y Teléfonos, empresas que actualmente forman parte de la cartera de los fondos.

La cifra indicada se desprende de considerar la inversión que actualmente tienen los fondos en instrumentos, tanto en bonos representativos de deuda como en acciones de propiedad.

En la estimación de Ovalle, éste consideró la restricción, que actualmente rige a los fondos, de que no más del 30 % de sus recursos sean invertidos en acciones de sociedades anónimas.

Como el fondo de pensiones acaba de sobrepasar el billón de pesos ($ 1.023 miles de millones) el referido porcentaje equivale a aproximadamente 300 mil millones de pesos, cifra significativamente superior a la que actualmente mantienen los fondos invertidos en acciones, la que sólo llega a aproximadamente $ 112 mil millones.

Teniendo en cuenta, dice José Hernán Ovalle, que además de la restricción global, opera una restricción por empresa, la cual indica que los fondos no pueden tener invertido en un sólo emisor autorizado y clasificado más del 7 % de su fondo o más del 7 % del capital de la empresa, y reconociendo la posición que actualmente tienen los fondos en las sociedades mencionadas previamente, el monto posible de invertir en instrumentos de esas sociedades alcanza a $ 54.835 millones. Esa cifra equivale a US$ 217,6 millones al tipo de cambio de fines de abril pasado.

"PROFUNDIDAD DEL MERCADO"

En el estudio de Ovalle se hace una consideración expresa a la profundidad del mercado y su incidencia en la velocidad con que los fondos podrían llegar a copar los límites que la nueva ley autoriza.

En este cálculo tiene un papel fundamental la presencia que la acción tiene en el mercado, no sólo en cuanto a los días hábiles bursátiles en que ella es transada, sino también a las magnitudes comerciadas por período de tiempo.

Así, si bien el margen disponible para adquirir acciones de Chilgener alcanza a $ 6.031 millones, suponiendo que en un año se transa un 10 % de la compañía en Bolsa, tendrían que pasar 29,5 meses bursátiles para que se cope el margen de disponibilidad de compra de los fondos en esta empresa.

El tiempo necesario para completar el nuevo límite varía desde 5,1 meses bursátiles en el caso de Endesa hasta 200 meses bursátiles en el caso de Chilquinta. En este cálculo aritmético se supone que la presencia de la acción en un año alcanza al 10 % de su total de acciones. Este porcentaje, dice el especialista es adecuado una vez que se consolida la propiedad. La presencia que han tenido en 1988 no es de largo plazo, pues en ese período las empresas se han estado privatizando lo cual motiva una anormal "sobrepresencia".

CONDICIONES DE LA PROYECCION

El estudio realizado por Ovalle hace mención explícita de que la estimación ha sido hecha sobre la base de un fondo de pensiones creciente de acuerdo a lo proyectado por la Superintendenia de Fondos de Pensiones e información proporcionada por la Bolsa de Comercio de Santiago.

Actualmente, dice Ovalle, aproximadamente el 10 % del fondo está invertido en acciones y aproximadamente un 5 % está en instrumentos de deuda emitidos por las mismas empresas en que éste tiene acciones. Así, la exposición total que tiene el fondo en ese grupo de ocho empresas, es del orden de 15 % del total de los recursos acumulados en los fondos de pensiones administrados por las AFP.

EMPRESAS CON MAYOR MARGEN

De acuerdo a lo estimado por el corredor de bolsa, la empresa que podría absorber el mayor monto de recursos provenientes de los fondos de pensiones es Enersis, en la cual el margen disponible para aumentar la inversión, sin sobrepasar los límites dispuestos por la nueva ley, es de $ 10.848 millones. Actualmente los fondos tienen invertidos en esa empresa, ya sea como acciones o bonos, unos $ 17 mil millones.

Le siguen en magnitud de margen disponible para invertir, Endesa con $ 9.382 millones, luego Entel con $ 8.715 millones, Chilquinta con $ 7.473 millones y Soquimich con $ 6.950 millones. Finalmente aparecen Chilgener con $ 6.031 y LabChile con $ 5.276.

Un caso distinto lo constituye Teléfonos, empresa que de acuerdo a la estimación de Ovalle estaría sobre comprada por las AFP. Ello en razón del índice de concentración que determina que una empresa con más del 45 % en manos de un sólo propietario —que es el caso de CTC— no puede ser adquirida en un porcentaje superior a 2,1 % por los fondos de pensiones. De esa forma en la medida que Teléfonos no se desconcentre, los fondos deberán desprenderse de parte de las acciones o bonos emitidos por la empresa que mantengan en su cartera.

NUEVA CAPACIDAD DE COMPRA DEL FONDO DE PENSIONES

SOCIEDADES CON LIMITE 1% DE INVERSION: MUESTRA PROBABLE

SOCIEDAD	Capacidad compra actual M. mill. $	Capacidad compra actual Mill. US$	Capacidad compra potencial M. mill. $	Capacidad compra potencial Mill. US$	Capacidad compra actual Mill. accs.	% de la Cía	Capacidad compra potencial Mill. accs.	% de la Cía.	Presencia 1988	Acciones transadas 1988	Capacidad compra actual meses bursátiles	Capacidad compra potencial meses bursátiles	Utilidad estimada por acción 1989	Precio estimado según relación Precio/Utilidad		
														R = 6 Rentab.: 16,7%	R = 7 Rentab.: 143%	R = 8 Rentab.: 12,5%
CAP	6.134	24,3	12.428	49,3	9,58	6,4	19,42	13	100%	15,0*	5,3	15,6	120	720	840	960
CARTONES	8.965	35,6	25.480	101,1	9,15	4,6	26,00	13	100%	11,0	10,0	28,4	180	1.080	1.260	1.440
CHOLGUAN	.794	3,1	808	3,2	30,53	12,8	31,10	13	86%	7,0	5,0	5,1	3,80	22,80	26,60	30,40
COLOSO	2.692	10,7	3.250	12,9	10,77	10,8	13,00	13	98%	8,0	16,5	19,9	50	300	350	400
COPEC	9.789	38,8	34.317	136,1	48,22	3,7	136,1	13	100%	103	5,6	15,9	40	240	280	320
ELECTRICID.	3.619	14,4	5.473	21,7	27,84	8,6	42,1	13	91%	15	24,5	37,0	24	144	168	192
EPERVA	4.264	16,9	7.150	28,4	9,27	7,7	15,56	13	97%	6,5	17,7	29,7	92	552	644	736
GAS STGO.	2.405	9,5	2.834	11,2	16,36	11,0	19,28	13	85%	2,7	85,6	100,8	27	162	189	216
IANSA	4.204	16,7	6.994	27,8	186,43	7,8	310,31	13	100%	239*	9,4	15,6	4,0	24	28	32
INDO	4.299	17,1	7.241	28,7	18,53	7,7	31,21	13	97%	13,3	17,2	29,0	46	276	322	368
LUCCHETTI	1.200	4,8	1.248	5,0	30,77	12,5	31,95	13	92%	39	10,3	10,7	4,2	25,20	29,40	33,60
MADECO	3.284	13,0	4.654	18,5	2,57	9,2	3,64	13	78%	1,5	26,4	37,3	240	1.440	1.680	1.920
MADERAS	840	3,3	858	3,4	33,6	12,8	34,32	13	78%	8,0	64,6	66,1	3,90	23,40	27,30	31,20
MINERA	3.984	15,8	6.422	25,5	10,1	8,1	16,25	13	61%	2,2	90,3	145,3	93	558	651	744
PASUR	3.484	13,8	5.122	20,3	11,1	8,9	16,25	13	73%	2,3	79,3	116,2	72	432	504	576
PIZARREÑO	1.272	5,1	1.326	5,3	15,8	12,5	16,52	13	60%	4,3	71,0	76,9	18	108	126	144
PROFOR	1.858	7,4	2.028	8,1	23,8	11,9	26,0	13	98%	13,9	21,0	22,9	6,4	38,40	44,80	51,20
SIEMEL	526	2,1	526	2,1	13	13	13	13	83%	9,0	20,9	20,9	12	72	84	96
SIPSA	2.594	10,3	3.185	13,6	10,6	10,6	13	13	95%	7,3	17,5	21,4	50	300	350	400
VAPORES	3.212	12,8	4.498	17,9	68,9	9,4	95,7	13	92%	18,4	45,0	62,4	10,2	61,20	71,40	81,60
SISTEMA	69.419	275,50	135.842	504,1							x 322	x 43,9				

NOTA: La capacidad de compra actual en cada empresa está determinada por la suma de los límites relevantes para cada AFP, sea éste el 1 % del fondo o el 1 % del capital de la empresa. La capacidad de compra potencial está determinada por el 1 % del capital de la empresa, suponiendo que los fondos de cada AFP crecen lo suficiente como para no ser restrictivos en ninguna empresa.

NUEVA CAPACIDAD DE COMPRA DEL FONDO DE PENSIONES

SOCIEDADES AFECTAS AL D.L. N.o 3.500

SOCIEDAD	Posición bonos 31-03-89 Mill. $	Posición acciones 31-3-89 Millones	Valor posición 15-4-89 Mill. $	Límite de compra en mill. $	Nueva capacidad de compra Mill. $	Nueva capacidad de compra Mill. US$	Nueva capacidad de compra en mill. acc.	% de la Cía.	Presencia 1988	Acciones transadas por año Millones	Nueva capacidad de compra en meses bursátiles	Utilidad estimada por acción 1989 $	Precio estimado según relación Precio/Utilidad		
													R = 6 Rentab.: 16,7%	R = 7 Rentab.: 14,3%	R = 8 Rentab.: 12,5%
CHILECTRA GENERACION	4.752	4,70	7.473	(7%) 13.504	6.031	23,93	3,79	24,5	99,6%	1,55*	29,5	360	2.160	2.520	2.880
CHILECTRA V REGION	—	14,22	2.233	(7%) 9.866	7.633	30,28	48,62	66,9	71%	4,1	200,4	34	204	238	272
ENDESA	12.561	1.692,70	38.932	(7%) 48.314	9.382	37,23	407,9	5,1	99,20%	800,0*	5,1	4,1	24,60	28,70	32,8
ENERSIS	620	62,24	16.182	(7%) 27.030	10.848	43,05	41,72	22,3	100%	25,3	19,8	48	288	336	384
ENTEL	8.375	23,0	15.870	(7%) 24.585	8.715	34,58	12,63	13,6	99,20%	9,3*	16,4	170	1.020	1.190	1.360
LAB. CHILE	—	58,16	1.890	(7%) 7.166	5.276	20,94	162,34	65	90%	25,0*	86,6	6	36	42	48
SOQUIMICH	7.650	35,81	19.230	(7%) 26.180	6.950	27,58	12,94	10,5	100%	12,3*	12,6	84	504	588	672
TELEFONOS	17.823	59,11	10.699	(2,1%) 14.340	Sin cap. exced. en 14.182	Sin capac.	Sin capac.		100%	46,0*	Sin capac.	36	216	252	288
SISTEMA	51.781		112.509	170.985	54.835	217,60									

● Por reciente privatización, el dato está distorsionado y se asume el supuesto
* Se asume el 10% del capital

NOTA: El límite de compra en millones se deriva del 7 % del capital de la empresa menos la posición en bonos y acciones que los fondos tenían al 14 de abril de 1989. La capacidad de compra en meses bursátiles resulta de la división aritmética de la capacidad de compra en acciones entre el número de acciones transadas en un año.

VENDO O DOY EN ARRIENDO
GRUA P & H 670 F
PARA 70 TONELADAS

CENTRIFUGAS WESTFALIA
CASI SIN USO
Leche: 4.500 lts./hora
Suero: 7.000 lts./hora
Una US$ 30.000.
Dos US$ 50.000.

ANALISIS:

Necesidad de Ampliación Del Ambito de Inversión De los Fondos de Pensiones

● La seguridad y calidad que deben tener las inversiones de las AFP requieren, por una parte, ir adecuando progresivamente las normas que rigen esas inversiones a los instrumentos que existen en el mercado, y por la otra estimular a que éstos últimos sean comprables por los fondos de pensiones.

1.— Los fondos de pensiones administrados por las AFP han tenido y tendrán por bastante tiempo más un importante crecimiento. Ello es consecuencia de la naturaleza "joven" del sistema; existe un universo que está determinado por un gran y crecienlte número de cotizantes y un mínimo de personas dependientes del sistema. Esta situación permanecerá durante al menos los próximos 25 años, y por lo tanto los recursos acumulados en las AFP crecerán en forma significativa.

2.— La necesidad de poseer normas relativamente estrictas de inversión de los recursos de los fondos, se debe a la naturaleza extremadamente delicada de éstos, dado que en el futuro financiarán las pensiones de los trabajadores actualmente activos, y en tanto el mercado de capitales chileno adquiera mayor profundidad y sea más conocido. Ello, tanto porque es importante que esos recursos sean invertidos en actividades de alta rentabilidad, como porque deben estar colocados en activos que tengan un alto grado de seguridad.

3.— La ley que creó los fondos de pensiones y sus posteriores modificaciones contempló esos criterios de rentabilidad y seguridad, y los volcó en normas relativamente estrictas en cuanto a los requisitos que deben cumplir los instrumentos financieros para poder pueden ser adquiridos con esos recursos. Esa rigurosidad significó que inicialmente los fondos de pensiones se pudieran invertir en un número relativamente limitado de activos financieros.

4.— El rápido crecimiento de los fondos, previamente indicado (en 1.–), ha hecho que los instrumentos financieros, autorizados para formar parte de la cartera de inversiones de las AFP, sean limitados para la magnitud de recursos a invertir. Por ello se ha hecho necesario ir ampliando el ámbito de áreas e instrumentos adquiribles por los fondos de pensiones.

RENTABILIDAD

5.— Desde el punto de vista de la rentabilidad, se hace recomendable ampliar el tipo de inversiones que las AFP puedan hacer, con el objeto de que los fondos puedan optar entre muchas alternativas, rentando así lo más posible.

De esa forma, la factibilidad de incluir acciones en la cartera de inversiones de las AFP ha permitido que, los recursos en ellas acumulados, hayan tenido la oportunidad de beneficiarse de las altas rentabilidades que han tenido las acciones en los últimos años.

6.— El surgimiento de nuevos negocios y la expansión de la economía a través de nuevas sociedades, así como de empresas de menor tamaño, sugieren que para afianzar aún más la rentabilidad del fondo de pensiones, éste pueda incursionar en inversiones relativamente menos tradicionales y de naturaleza más diversa que las colocaciones en instrumentos del Estado, en bonos de deuda de grandes empresas y de acciones de sociedades totalmente consolidadas y de gran tamaño.

SEGURIDAD

7.— Los recursos ahorrados en los fondos de pensiones deben gozar también de un elevado grado de seguridad. Para ello es necesario que éstos estén ligados al devenir de la economía como un todo. Es así como un instrumento de deuda o de renta fija es tal —de renta fija— en la medida que las empresas emisoras sean capaces de pagar sus intereses y que se mantengan con un bajo nivel de riesgo.

8.— Para que esto último se concrete es necesario que las empresas tengan relativamente un bajo nivel de deuda y, por lo tanto, requieran un importante financiamiento a través de capital de riesgo como el proveído por las acciones.

9.— De esa forma los inversionistas y acreedores estarán expuestos a un menor riesgo total, que en la alternativa de que todo el financiamiento a las empresas sea a través de instrumentos de deuda. Los fondos de pensiones se benefician de esa relativa mayor estabilidad, tanto en su condición de acreedores (tenedores de instrumentos de renta fija) como de tenedores de acciones (accionistas).

COMPRO
SECRETARIA
LIQUIDO

5 de Julio de 1989

5/7/89

PRESIDENTE ASOCIACION DE AFP:

Inversiones de los Fondos No Deben Monopolizarse

● Así lo expresó Francisco Pérez, quien se refirió a declaraciones formuladas por Enrique Silva Cimma en relación a que las inversiones deberían efectuarse a través de CORFO.

"Los fondos de pensiones fueron creados para pagar pensiones, por tanto los argumentos que pretenden obligar a que éstos se inviertan en una sola dirección van en desmendro de los fondos y de su rentabilidad, ya que actualmente las AFP pueden escoger entre las mejores formas de inversión" señaló Francisco Pérez, presidente de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones y Director de Provida.

El personero se refirió a las declaraciones formuladas por Enrique Silva Cimma respecto a que las inversiones de los fondos de pensiones deberían hacerse a través de CORFO.

Estas —continuó—, tienen que ser voluntarias y no obligatorias en cuanto a la selección del instrumento de inversión. La ley establece límites máximos de inversión para los distintos instrumentos, pero no establece un mínimo.

La CORFO puede ser un deudor más, pero no puede transformarse en un deudor monopólico, al cual haya que prestarle obligatoriamente y de acuerdo a las reglas establecidas unilateralmente por el organismo estatal, destacó Pérez.

Hoy día llegan recursos al sector público —informó— pero esto se hace en forma libre y de acuerdo a las condiciones que fijan las partes.

De acuerdo a cifras aparecidas en el último boletín de la Superintendencia de AFP, el total acumulado de los fondos supera el billón de pesos, con una cartera al 31 de enero de $ 445.000 millones. De ésta, el 36 % está invertido en instrumentos estatales, el 47,84 % está en bancos, el 15 % en empresas y el 1 % en financieras, dijo el presidente de la Asociación de AFP.

La tendencia en Chile ha sido expandir las posibilidades de inversión de los fondos de inversión —para acercarlos a los sectores productivos— más que restringirlos. La idea de designar uno privilegiado, como se ha mencionado a la CORFO, sería moverse en la dirección contraria, lo que a larga provocaría un aumento en los riesgos y una disminución en las rentabilidades, en desmendro de los futuros sectores pasivos de la población, indicó el ejecutivo.

La discusión se plantea en un buen momento —continuó Pérez— porque estamos cercanos a que los fondos puedan acceder a nuevos instrumentos en forma libre y en la medida que convenga a los futuros pensionados, es decir que las rentabilidades sean aceptables.

"Sectores que estaban marginados como vivienda, mutuos hipotecarios, y probablemente fondos de inversión podrán beneficiarse con la participación de las AFP", dijo.

Consultado sobre la rentabilidad alcanzada por los fondos de pensiones, Pérez expresó que entre julio de 1981 y marzo 1989, se obtuvo un promedio real anual de 13,5 %, cifra a la que hay que descontar las comisiones.

"Podemos pensar en mantener tasas al mediano plazo del orden del 7 %, lo que no se logrará a través de la inversión monopolizada en el gobierno. Si las futuras normas conducen a concentrar la inversión, va a ser más difícil que la rentabilidad se mantenga", indicó Pérez.

Por otra parte, se refirió a la lenta incursión de los fondos en la Bolsa de Comercio luego del aumento del 5 % al 7 % en las nueve sociedades eligibles. Indicó que el impacto más fuerte será en aquellas empresas nuevas en las que los fondos podrán invertir un 1 %.

Cabe destacar, que las elegibles están concentradas en pocos sectores productivos, lo que tiende a aumentar los factores de riesgos. Además hay que hacer notar que anteriormente a la ley, muchas AFP no estaban copandas en su 5 %, lo que demuestra que no tenían espectativas de aumentar la demanda en las empresas elegibles. "Muchas han optado por esperar el reglamento que autorizará la compra en nuevas empresas", dijo el ejecutivo.

Por último el director de Provida señaló que el comportamiento de las AFP es conservador, reflexivo y que se basa en estudios de rentabilidad para llevar a cabo sus inversiones. "Las AFP están muy tranquilas, ya que lo importante no es comprar mañana. Nosotros no tenemos ningún apuro; nos preocupamos de evaluar las inversiones, ya que compramos para quedarnos y no para especular con las acciones", indicó finalmente Francisco Pérez.

26/7/89

Indicación a Ley del Banco Central:

Preparan Legislación Que Permita a las AFP Invertir en el Exterior

● Indicación al proyecto de ley del Banco Central contempla normas que harán posible que AFP accedan al mercado cambiario, una vez que se les autorice para invertir en el extranjero.

La Junta de Gobierno recibió a trámite legislativo en su sesión ordinaria le ayer martes una indicación del Ejecutivo al proyecto de "Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile", mediante el cual se adecuan las normas de dicho texto para regular las inversiones que en el exterior puedan realizar las Administradoras de Fondos de Pensiones, una vez que se autorice a las AFP a efectuar tales operaciones.

Al respecto, el mensaje que acompaña al texto legal señala que para armonizar la nueva ley del Banco Central con la posibilidad de que, en el futuro, las Administradoras de Fondos de Pensiones puedan realizar inversiones en el exterior, es menester contemplar ciertas disposiciones que se refieren a estos aspectos.

En tal sentido, la indicación del Ejecutivo propone incorporar a la ley del Banco Central un artículo que señala: "El Banco deberá autorizar el acceso al Mercado Cambiario Formal para efectuar las inversiones que puedan en el exterior las Administradoras de Fondos de Pensiones, de acuerdo con las disposiciones legales que las rijan".

Se agrega que "El Banco publicará, a lo menos una vez en el Diario Oficial, la clasificación financiera que otorguen los extranjeros especializados hubieren realizado respecto de los instrumentos y las empresas o entidades extranjeras o internacionales en que puedan realizar las mencionadas inversiones".

Finalmente, se precisa que "sin perjuicio de lo dispuesto en el inciso precedente el Banco estará obligado a proporcionar los antecedentes indicados cuando fueren solicitados por alguna Administradora de Fondos de Pensiones".

De lo anterior se desprende que una vez que las AFP sean autorizadas mediante la dictación del cuerpo legal correspondiente a invertir en el extranjero, el Banco Central cuente ya con las normas que posibiliten su acceso al Mercado Cambiario Formal, como también pueda proporcionar a las AFP la información que necesiten para materializar tales inversiones.

La indicación del Ejecutivo a la Ley del Banco Central, actualmente en trámite legislativo, dispone asimismo la derogación, a partir del primero de enero próximo, de diversas disposiciones legales vigentes relativas a la legislación cambiaria vigente, especialmente en lo que respecta al D.S. número 471 del Ministerio de Economía, que contiene el texto refundido, coordinado y sistematizado de la ley sobre comercio de exportación e importación, y de operaciones de cambios internacionales.

Tal medida, como se indica en el mensaje que acompaña al texto, tiene por finalidad armonizar la nueva ley que regula la materia con determinadas normas tributarias y arancelarias vigentes, y de ella se desprende que cualquiera sea su fecha de aprobación por la Junta de Gobierno, la nueva Ley Orgánica del Banco Central de Chile entrará en vigencia el primero de enero del próximo año.

En la sesión legislativa de ayer martes, que tuvo una duración de tan sólo 10 minutos, la Junta de Gobierno aprobó dos proyectos de acuerdos internacionales.

La primera de estas iniciativas aprueba el "Acuerdo entre el Gobierno de la República de Chile y el Gobierno de la República de Colombia sobre Turismo, Tránsito de Pasajeros, sus Equipajes y Vehículos", suscrito en Santiago el 7 de diciembre de 1988.

El segundo proyecto expresa en su artículo único que "Apruébase el Acuerdo celebrado entre los Gobiernos de Chile y de Japón, mediante el cambio de Notas Reversales, efectuado en Santiago el 20 de diciembre de 1988, con el objeto de autorizar la apertura de la Oficina de la Agencia de Cooperación Internacional de Japón en Chile y establecer las normas que regularán su funcionamiento".

La Junta de Gobierno sesionó ayer presidida por el Comandante en Jefe de la Fuerza Aérea, general del aire Fernando Matthei, quien al término de la sesión declinó formular declaraciones, limitándose a indicar que se había aprobado las dos iniciativas ya señaladas.

Germán Molina tampoco cree necesarias las inversiones de las AFP en el extranjero

El director de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones, Germán Molina, dijo hoy "coincidir plenamente" con el superintendente de AFP, Julio Bustamante, en cuanto a que por el momento no parece necesario ampliar las inversiones de los fondos previsionales al extranjero. Añadió que "mientras haya alternativas de diversificación dentro del país éstas deben ser aprovechadas, sobre todo en un momento en que se requiere aumentar el ahorro interno para generar más trabajo y progreso".

Recientemente, Bustamante manifestó la disposición de las nuevas autoridades a "no dictar" el reglamento que permitiría perfeccionar la ley que autorizó a las AFP a invertir hasta un 10% de sus fondos en el exterior, paralizando así la materialización de esta alternativa.

Consultado al respecto, Molina señaló que si bien cualquier disposición que amplíe las posibilidades de inversión de los fondos es bien recibida por la Asociación, la relativa a la "colocación de recursos en el exterior la consideramos como una autorización más, que se da a futuro".

Añadió que para que el país logre sostener un crecimiento del 5% necesita niveles de inversión superiores al 20% del PGB, cifra que recién se alcanzó el año pasado. "En ese contexto parece difícil mantenerla sin el aporte de los fondos de pensiones", aseveró.

Respecto de otro de los puntos mencionados como críticos por la autoridad, y que se relaciona con el alto nivel de morosidad existente en el sistema (de 3,5 millones de afiliados, cerca de 1 millón no cotiza regularmente), el dirigente gremial dijo que ése es un tema que también preocupa a la Asociación.

"Contratamos un estudio con una firma consultora especializada («Time») para conocer en detalle las razones que explican esta situación. En todo caso, hasta donde sabemos, al menos un 20% de ese millón de morosos corresponde a cuentas de rezago, que aparecen como no imponiendo por algún error en la identificación del cotizante, como del RUT, por ejemplo".

Según Molina, también influye en este total la situación irregular que se da en ciertas actividades que tienen algún carácter temporal.

INDICADORES

COBRE

HOY: 119,174
AYER: 122,395
PROMEDIO MES: 119,107
PROMEDIO AÑO: 110,660

Precios expresados en centavos de dólar por libra. Tendencia a la baja.

UF

HOY: $ 5.720,68
MAÑANA: $ 5.721,24
PASADO MAÑANA: $ 5.721,79

INTERESES

(captación: 30 días.)

PIZARRA: 1,55% a 2,10%
MARGINAL: 2,20%

DOLAR

OBSERVADO: $ 300,94 (vend.)
PARALELO: $ 311 (comp.)
$ $ 313 (vend.)

La diferencia entre el dólar observado y el paralelo llegó a 4%.

Sept 1989

Piden Flexibilizar las Inversiones de las AFP

● La solicitud la hicieron ejecutivos de las Administradoras de Fondos de Pensiones Habitat y Provida, en seminario sobre la importancia del ahorro para el desarrollo.

Una mayor flexibilización de las inversiones que se les permite realizar a las AFP solicitaron los ejecutivos de las administradoras Habitat y Provida, Eugenio Valck y Albert Cussen, respectivamente, quienes reconocieron el avance que significa la apertura de los fondos de pensiones a las sociedades inmobiliarias y a los fondos de inversión.

De acuerdo a Valck, gerente de inversiones de AFP Habitat, esas dos nuevas posibilidades podrán significar como máximo la inversión de $ 200.000 millones en la primera y $ 100.000 millones en la segunda, aunque consideró que las cifras efectivas serán menores.

El ejecutivo destacó, al intervenir en el seminario "Importancia del Ahorro para el desarrollo" —organizado por las asociaciones de Bancos, AFP y Seguros— que ello se traducirá en la posibilidad de invertir, a través de las sociedades inmobiliarias y los fondos de inversión —ya sean mobiliarios, inmobiliarios o de capital de riesgo—, en instrumentos como títulos no registrados en la Superintendencia, valores que no sean de oferta pública, efectos de comercio, más acciones, cuotas de fondos mutuos y valores de oferta pública.

Indicó que el desarrollo futuro de la inversión de los fondos de pensiones debe orientarse en consolidar el aprovechamiento de las alternativas actuales, evaluar las posibilidades de inversión directa —como bienes raíces y proyectos específicos— y flexibilizar los límites de inversión, de modo de dar cabida a instrumentos como los futuros y las opciones.

Por su parte, el gerente general de AFP Provida, Albert Cussen, manifestó que a fines de este año el fondo de pensiones acumulado será de un 18,5 % del PGB, mientras que en 1994 llegará al 28,8 %, alcanzando un monto de US$ 8.130 millones. Indicó, asimismo, que el flujo de ahorro será en promedio de US$ 766 millones anuales en ese período.

Junto con analizar las inversiones actuales de los fondos, que corresponden a una participación del 20,8 % en la oferta global de los instrumentos elegibles, señaló que es necesario incrementar la disponibilidad de instrumentos financieros, para lo cual existen las siguientes alternativas: implementar las modificaciones ya aprobadas por la ley 18.798, autorizar la suscripción anticipada de nuevas emisiones, modificar los límites a las inversiones y abrir el campo a nuevos emisores, a nuevas inversiones y a nuevos instrumentos.

20-10-90

A FINES DE ESTE AÑO:

US$ 6.700 Millones Será El Fondo de Pensiones

● Superintendente de AFP, Julio Bustamante, manifestó que se proyecta que el número de afiliados llegue a 3,7 millones de personas, esto es el 90 % del total de adscritos al sistema previsional chileno.

A una cifra cercana a los 6.700 millones de dólares ascenderá el monto acumulado en el fondo de pensiones a fines del presente año en tanto que el número de afiliados podría alcanzar a 3,7 millones de personas, lo que implica el 90 % del total de la fuerza laboral chilena incorporada al sistema previsional.

Las proyecciones fueron realizadas por el superintendente de AFP, Julio Bustamante, al término de la intervención que ofreció en el marco del seminario de la Federación Iberoamericana de Empresas de Seguros, Fides, que concluyó ayer en esta capital.

En la ocasión, el personero expuso sobre el sistema previsional chileno y su desarrollo durante los últimos años así como en el aporte que estos recursos generan a la economía a través de sus inversiones.

Bustamante dijo que a fines de septiembre pasado el fondo de pensiones ascendía a US$ 6.285 millones y que su crecimiento promedio mensual asciende a unos US$ 130 millones. La cifra acumulada hasta la fecha, en tanto, representa alrededor del 24 % del PGB previéndose que en el año 2000 llegará al 48 % del PGB.

En cuanto al número de afiliados, el personero manifestó que las AFP reunían a 3.650.000 personas en tanto que otras 350.000 se encontraban adscritas al Instituto de Normalización Previsional (INP).

Precisó que las cifras oficiales indican que la fuerza laboral chilena alcanza a 4,8 millones de personas, lo que implica que existen alrededor de 800 mil trabajadores que no están afiliados a ningún sistema previsional y "nuestro desafío es incorporarlos".

De paso, Bustamante precisó que los fondos de pensiones constituyen el más importante inversionista institucional del país con el 71 % del total seguidos por las compañías de seguros con el 23 % y los fondos mutuos con el 4,5 %.

En cuanto al destino de los recursos de los fondos de pensiones, indicó que las cifras a marzo pasado indican que el 16,4 % está invertido en el sector vivienda; el 9,7 % en energía; el 6,99 % a transporte; el 2,17 % a minería y el 1,57 % a la industria, entre los más importantes.

CONCLUSIONES DE FIDES

El seminario iberoamericano fue clausurado por Francisco Serqueira, vicepresidente de la Asociación de Aseguradores de Chile, quien entregó las principales conclusiones alcanzadas en el curso de las dos jornadas durante las cuales se desarrolló.

En este sentido, los personeros y representantes reunidos reconocieron que la economía de mercado, abierta, sin fronteras y competitiva constituye la base fundamental para enfrentar las próximas décadas y lograr el crecimiento y desarrollo de las respectivas economías.

"Se considera que el Estado Empresario está en retirada y que se vislumbra un mundo en que los sistemas económicos se hacen más homogéneos, predominando un ambiente liberalizador, con lo cual se da clara preeminencia al mercado como instrumento asignador de recursos y a la empresa privada mayor importancia en el desarrollo".

En lo que atañe específicamente al área de seguros, Serqueira dijo que se requiere de una desregulación que fomente y permita la libre competencia de la industria del sector "bajando fronteras a la inversión extranjera, eliminando los monopolios reaseguradores y otorgando libertad de reaseguros, estableciendo justicia por la indexación de primas e indemnizaciones, creando confianza pública mediante información periódica, veraz, fidedigna y oportuna sobre la actividad".

En la ocasión, además, Fides destacó la "trascendental reforma previsional vigente en Chile desde 1981 como un método mediante el cual la actividad aseguradora puede colaborar en solucionar los graves problemas de los regímenes públicos de pensiones vigentes en otros países, otorgando pensiones justas y equitativas".

EN EL EXTERIOR:

30-1-90

Fijan Alternativas de Inversión para las AFP

- Entre los instrumentos elegibles figuran títulos de crédito, valores o efectos de comercio emitidos por gobiernos, bancos centrales y comerciales extranjeros.
- Sólo a partir del quinto año de vigencia, los fondos podrán llegar al máximo del 10 % de sus recursos permitido de invertir en los mercados externos.

Una serie de posibilidades para el desarrollo de nuevas inversiones por parte de los fondos de pensiones se establecen a partir de la vigencia de las modificaciones recientemente introducidas al DL 3.500, según informó la jefa de análisis de riesgo de la Superintendencia de AFP, Viviana Fuica.

Agregó que en estos momentos, el cuerpo legal se encuentra siendo analizado por el Tribunal Constitucional dado que en su texto se amplían las facultades del Banco Central en materia de extensión de los límites de inversión de los fondos, último trámite previo a la promulgación.

Viviana Fuica reiteró que entre los aspectos más interesantes del proyecto se consulta la inversión en el exterior de hasta el 10 % de los recursos del fondo de pensiones, porcentaje que sólo podrá alcanzarse a partir del quinto año de vigencia de los cambios establecidos.

Entre las alternativas de inversión que se abren para las AFP figuran títulos de crédito, valores o efectos de comercio emitidos o garantizados por gobiernos extranjeros, bancos centrales y comerciales, los cuales —a su vez— deberán cumplir con una serie de requisitos entre los que destaca una alta liquidez en el mercado.

La funcionaria precisó, además, que las modificaciones autorizan la inversión de recursos de los fondos de pensiones en cuotas de fondos de inversión, sean éstos mobiliarios, inmobiliarios o de capital de riesgo, así como en efectos de comercio tales como títulos de deuda representativas de letras de cambio o pagarés con plazo de vencimiento inferior a un año.

ARTICULO TRANSITORIO

Un artículo transitorio incorporado dentro de las modificaciones es el que se refiere al programa de desarrollo de las inversiones. A este respecto, Viviana Fuica destacó que durante el primer año de vigencia, el Banco Central sólo podrá autorizar inversiones en el exterior equivalentes al 1 % del fondo de pensiones e ir aumentando este porcentaje en 1 % hasta el quinto año.

(Continúa en la página B 10)

CURIO — Martes 30 de Enero de 1990

Fijan

(De la página B 1)

Recién a partir de esta fecha se podrá autorizar el máximo permitido, esto es el 10 %.

Consultada sobre la fecha en que estas modificaciones entrarían en vigencia, Viviana Fuica dijo que el proyecto establece que ello ocurrirá recién siete meses después de la publicación oficial, previo a lo cual debe dictarse el reglamento que contendrá las normas de operación del sistema en el exterior.

Precisó, además, que la calificación de los instrumentos en que las AFP podrán invertir, quedará determinada por la clasificación de entidades internacionales.

En tanto, la Comisión Clasificadora de Riesgos dependiente de la Superintendencia de AFP tendrá la tarea de transformar la calificación a los cánones chilenos y determinar la existencia de factores que pudieran de alguna manera cambiar los criterios que se tuvieron externamente para ubicar dentro de una categoría [illegible]

EL MERCURIO — Viernes 9 de Febrero de 1990

EL MERCURIO

FUNDADO POR AGUSTIN EDWARDS

Inversión de Fondos de AFP

De acuerdo a las últimas modificaciones introducidas al D.L. N.o 3.500, las AFP verán ampliada la gama de posibles inversiones para los respectivos fondos de pensiones. Entre las nuevas alternativas que se abren destacan, por una parte, la autorización para invertir en cuotas de fondos de inversión y en efectos de comercio, y, por otra, la posibilidad de invertir en el exterior una parte de los recursos acumulados.

Respecto de las primeras cabe señalar que se trata de un paso importante en la dirección de permitir que los fondos de pensiones contribuyan directamente al financiamiento de proyectos de inversión, pudiendo así obtener una rentabilidad más elevada. Es cierto que en muchos casos ello conlleva un mayor riesgo, pero en el contexto de una cartera de inversiones debidamente diversificada en definitiva ello hace posible aumentar la rentabilidad global de los fondos de pensiones. Los sucesivos avances que se han materializado en cuanto a normas de inversión de los recursos administrados por las AFP le han dado indiscutiblemente un mayor dinamismo al mercado de capitales, lo cual, desde luego, ha contribuido a elevar las tasas de inversión en nuestra economía. Sin embargo, se hacía conveniente continuar innovando en esta materia, ya que en virtud del tamaño relativo alcanzado por los fondos de pensiones, como de los límites de inversión determinados por la ley para las distintas categorías de instrumentos, se tornaba cada vez más difícil encontrar alternativas más rentables.

La facultad en fondos de inversión abre una nueva gama de posibilidades, con la particularidad de que se estará contribuyendo directamente al financiamiento de modernos proyectos, probablemente en áreas que no han sido explotadas suficientemente, lo cual en definitiva es un elemento vital en el proceso de fortalecimiento de la economía. En materia de efectos de comercio, por tratarse de instrumentos de más corto plazo —hasta un año— se abre así una nueva fuente de financiamiento para el capital de trabajo de las empresas, lo cual permite a los fondos de pensiones no sólo acceder a instrumentos de una rentabilidad adecuada, sino que además contribuye a diversificar el riesgo.

En relación a la posibilidad de invertir en el exterior a través de la modificación legal, se autoriza que hasta el 10 por ciento de los recursos acumulados en los fondos de pensiones pueda ser invertido fuera del país, pero en forma gradual. Así, en el primer año no se podría sobrepasar el 1 por ciento, con aumentos anuales de un punto porcentual en cada año, y sólo después del quinto año podría alcanzarse la cifra de 10 por ciento. Este cambio en las normas ha sido criticado por algunos sectores, quienes señalan como elemento inconveniente el hecho de que con ahorro de los trabajadores chilenos se estará contribuyendo al desarrollo de un país extranjero, habiendo necesidades internas. Estas críticas se apoyan, en lo general, en argumentos de tipo emocional, pero más allá de ello carecen de bases sólidas.

Habida consideración del volumen alcanzado por los fondos de pensiones, la diversificación internacional es también un paso que tiene que darse, por cuanto de esta forma se gana en rentabilidad y seguridad. Siendo el objetivo básico de un sistema de previsión el pagar pensiones adecuadas a los afiliados, velando por la seguridad de los fondos, es de toda lógica que se busquen todos los caminos que conducen a ello, uno de los cuales es la diversificación internacional. Por último, tampoco es cierto que esto va a ir en contra de los intereses de los propios trabajadores, por la vía de una salida de recursos del país, ya que en un mundo interrelacionado los capitales fluyen en todas las direcciones.

RESULTADOS AFP:
EL PREMIO A LA EFICIENCIA

La mayoría de las Administradoras de Fondos de Pensiones aumentaron su rentabilidad durante 1989, producto de una administración eficiente, que permite disminuir los costos de operación.

Al revisar los resultados 1989 de la gestión de las AFP -las entidades que deciden donde se invertirán los recursos previsionales de la masa laboral- un hecho salta a la vista: estos crecieron en forma importante respecto a 1988 y son los mejores, en términos agregados, en la historia del sistema desde 1981. Incluso, dichas utilidades representan una parte importante (más de la mitad) del patrimonio con que éstas contaban a comienzos de 1989.

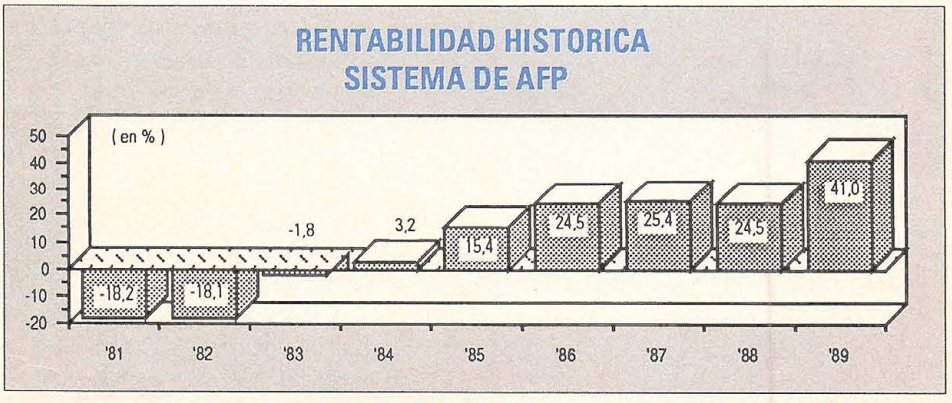
Así, el año 89 marcó un excelente momento para las trece AFP que operan en el mercado, las que a pesar de tener tamaños bastante disímiles, lograron una rentabilidad patrimonial que en la mayoría de los casos superó el 25 por ciento. Como promedio ponderado del conjunto de AFP, la rentabilidad sobre patrimonio se elevó al 41 por ciento, casi duplicando la de 1988, que fue de 24,5 por ciento. Este promedio incluye casos en que la rentabilidad se llegó hasta 50,3 por ciento, como AFP El Libertador, y 85,9 por ciento para AFP Protección. También destacaron Provida y Santa María, superando ambas la rentabilidad promedio, con 43,6 y 47,3 por ciento, respectivamente.

RENTABILIDAD CRECIENTE

Cabe recordar que entre 1981 y 1983 el negocio de las AFP, como un todo, arrojó pérdidas, propias de un sistema que recién comienza, con los costos de puesta en marcha que ello implica e ingresos aún bajos debido al inicialmente reducido número de afiliados. A ello se sumó la crisis financiera de 1982 y 83 y altas tasas de desempleo que mermaron las cotizaciones previsionales. Posteriormente, los resultados se tornaron positivos, para alcanzar una rentabilidad sobre patrimonio máxima en 1987 de 25,4 por ciento y que ahora fue superada. Así, al calcular un promedio aritmético histórico de la rentabilidad del sistema de AFP para sus nueve años de vida, éste llega sólo al 10,65 por ciento anual.

Sin embargo, la tendencia también es clara. Se ha registrado un constante crecimiento en la rentabilidad, salvo en 1988, cuando ésta se mantuvo en los niveles del año previo. Esta tendencia obedece principalmente al permanente aumento de empleo, como resultado del crecimiento económico a partir de 1984, y por consiguiente, de las imposiciones previsionales. El aumento de los salarios reales durante los últimos dos años es otro elemento importante en la determinación de los ingresos por comisiones de las AFP. Un cálculo de rentabilidad más riguroso, esto es, sobre el patrimonio a comienzos de 1989 (que equivale a la inversión inicial) revela que la rentabilidad es en realidad aún más elevada. En promedio, ella alcanzó a 69,6 por ciento y en algunos casos superó el cien por ciento.

El contraste entre el aumento de los costos y el de los ingresos fue determinante en la mejoría de los resultados. Mientras los ingresos operacionales crecieron en un 16,9 por ciento en el período, y los ingresos por comisiones -que en 1989 representaron el 92 por ciento de los ingresos operacionales totales- crecieron en 12 por ciento respecto al año anterior, los gastos operacionales sólo aumentaron en 6,3 por ciento. Ello



permitió que el margen operacional se ampliara en un grado importante, pasando de 10,6 por ciento a 18,7 por ciento. Medido en pesos, esto equivalió a un incremento en la utilidad operacional desde 5.867 millones de pesos en 1988 a 12.108 millones de pesos en 1989 (106%).

Aun cuando las pérdidas no operacionales aumentaron, no impidieron que la utilidad total se viera incrementada en 116 por ciento, pasando desde 4.692 millones a 10.140 millones de pesos para el sistema en su conjunto.

EFICIENCIA OPERACIONAL

A excepción de la AFP Magíster, todas las demás experimentaron aumentos en sus utilidades, como producto de ampliaciones en sus márgenes operacionales, lo que es especialmente notorio en los casos de Provida y Santa María. La primera logró ampliar su margen entre 1988 y 1989 desde 10,7 por ciento a 19,3 por ciento y la segunda de 13,9 a 24,1por ciento. Por tratarse de las dos administradoras con mayor participación del mercado -obtienen el 24,4 y 19,2 por ciento de los ingresos de operación del sistema, respectivamente, seguidas por Hábitat con 17,6 y Summa con 9,9 por ciento-, esta importante mejoría influye decididamente en el sistema total.

Es interesante señalar que, en gran parte, esta mayor eficiencia que resulta en una ampliación de márgenes, es resultado de incrementos casi nulos en dos de las principales fuentes de gastos de las instituciones. Se trata, en orden de importancia, de los Gastos en Primas de Seguro de Invalidez y Sobrevivencia, que a nivel agregado aumentaron sólo un 3,5 por ciento en 1989 y las remuneraciones al personal de ventas, que aumentaron sólo en un uno por ciento.

La mayor eficiencia lograda a nivel operacional es notoria también al contrastar sus respectivas participaciones a nivel de ingresos con la que obtuvieron a nivel de utilidad final, siendo superiores estas últimas, tal como se aprecia en el cuadro.



Otro indicador clave se refiere a la relación número de cotizantes/número de empleados. Son precisamente las tres mayores administradoras las que consiguieron los mayores índices en este aspecto, superando los 500 cotizantes por empleado administrativo y los mil cotizantes por cada empleado de ventas, llegando éste último factor a 2.184 cotizantes por cada vendedor en el caso de Hábitat. Esto sugiere que las economías de escala son un factor importante en este negocio, que haría tal vez conveniente la fusión de algunas instituciones de escasa participación.

Conocido es también el hecho de que la relación cotizantes/afiliados es aún bastante baja. Esta llega a fines de 1989 al 55% para el sistema como un todo. Conseguir aumentar dicha tasa es, en consecuencia, un desafío y una fuente potencial de mejoría en los resultados de las AFP.

Por otro lado, en la medida que las utilidades y la rentabilidad de las administradoras continúen aumentando, cabe prever que ellas estarán en condiciones de seguir reduciendo los costos previsionales de los afiliados, como medio de competencia para atraer un mayor número de éstos, con el consiguiente beneficio económico para los trabajadores.

INDICADORES SISTEMA AFP

AFP	Utilidad Neta (en miles de $ de 1989) 1989	1988	%VAR	Margen Operacional (en %) 1989	1988	Participación según AFP en: Ingreso Operacional '89	Utilidad total '89 antes de Impuesto	Números de cotizantes por empleado administrativo	Gasto Anual en renumeraciones por empleado (en miles de $)
PROVIDA	3.053.522	1.407.088	117,0	19,30	10,68	28,4	30,5	676	2.418
HABITAT	1.769.258	1.377.992	28,4	18,44	17,67	17,6	17,3	656	2.315
STA. MARIA	2.546.456	1.204.344	111,5	24,08	13,93	19,2	25,4	652	2.726
SUMMA	932.221	482.998	93,0	17,95	10,23	9,9	9,0	446	1.903
MAGISTER	77.577	102.626	-24,4	8,96	12,57	1,8	0,7	294	1.193
PLANVITAL	86.613	77.566	11,6	11,30	5,97	1,5	0,9	433	854
INVIERTA	269.242	67.836	297,1	17,05	2,21	2,8	2,5	429	1.318
CONCORDIA	93.828	60.734	54,5	10,82	7,80	1,7	0,9	517	1.080
EL LIBERTADOR	314.732	39.900	688,7	23,56	0,33	2,5	2,9	428	2.222
CUPRUM	269.778	38.308	604,4	16,12	2,40	3,3	2,7	251	1.991
PROTECCION	216.497	36.450	494,8	17,60	6,71	2,3	2,2	348	1.839
FUTURO	41.965	459	9.023,9	15,12	1,26	0,5	0,4	93	608
UNION	468.576	-203.800	-	11,86	1,29	8,4	4,6	464	1.698
SISTEMA	**10.739.590**	**4.692.501**	**128,9**	**18,72**	**10,61**	**100**	**100**	**551**	**2.230**

Inversiones:

Nuevas Reglas Para AFP

•Fue rebajado porcentaje que las AFP pueden destinar a compra de instrumentos estatales.

•Entidades previsionales podrán invertir hasta un 10% de los fondos en títulos emitidos y transados en el exterior.

Los fondos de pensiones podrán ser invertidos sólo hasta en un 45% en instrumentos o títulos emitidos por entidades estatales o el Banco Central, monto que antes alcanzaba al 50%.

Las normas sobre la materia entraron en vigencia ayer, tras la publicación de la ley respectiva en el Diario Oficial.

Asimismo, se autorizó a las AFP a invertir los recursos de los fondos en "efectos de comercio" representativos de letras de cambio o pagarés con plazo de vencimiento no superior a un año e invertir hasta un

(pasa a la Pág. 19)

Nuevas

(viene de la Pág. 1)

10% en títulos e instrumentos emitidos y transados en mercados externos, previa autorización de la Comisión Clasificadora de Riesgo.

Las Administradoras de Fondos de Pensiones destinaron en las últimas semanas importantes sumas de dinero a la inversión en papeles garantizados por el Banco Central, PRC, debido a la atractiva tasa de interés que presentan, y anticipándose a la entrada en vigencia de la normativa señalada. El viernes último decayó fuertemente la venta de PRC, anotándose operaciones por unas 870.000 unidades de fomento, en tanto que hasta el jueves las ventas diarias de estos títulos ascendían a unos dos millones de UF.

Con la entrada en vigencia de la normativa, las compras sumaron la modesta cantidad de 390.000 UF.

La política de contracción monetaria gira fundamentalmente sobre la tasa de interés de los PRC, altamente demandados por los inversionistas institucionales como las AFP, y operadores del mercado dijeron que con la normativa restrictiva en cuanto al porcentaje que se puede invertir en estos papeles, poco sentido tendrá mantener altas las tasas de estos documentos.

tarifarias en la cuenta promedio de...

A TRAVES DE BONOS:

$ 69 Mil Millones Han Prestado AFP a Empresas

● La cifra representa el 46,1 % de las inversiones en bonos existentes, y el 6,45 % del total de las inversiones de las administradoras.

Un total de $ 69.701.040.000 han prestado las Administradoras de Fondos de Pensiones a empresas nacionales, a través de la compra de bonos (debentures), cifra que representa el 6,45 % del total de los fondos que ellas administran, el cual alcanzaba al 31 de mayo pasado a $ 1.080.838.656.000.

Así lo demuestran cifras entregadas por el gerente de estudios de AFP Provida, Ricardo Zabala.

Las inversiones en debentures efectuadas por las AFP significan el 46,1 % del total de dinero prestado a las empresas, cantidad que llega a un total global de $ 151.286.896.000, incluidos préstamos de otras empresas y de compañías de leasing. Estas últimas financian por la vía de los bienes de capital, y poseen debentures por $ 7.152,5 millones de pesos.

Los bonos emitidos por las empresas productivas han permitido financiar proyectos de inversión como el 20 % del financiamiento de la Planta Arauco II de celulosa de Celco, la construcción de la central hidroeléctrica Alfalfal, de Chilgener, el plan de desarrollo y de ampliación de 400.000 líneas hasta 1992 de CTC, la ampliación de líneas de la Compañía Nacional de Teléfonos, en el sur de Chile, el proyecto Telecom de telefonía celular, perteneciente a Telex-Chile, Entel y Motorola, y aumentos y mejoras en las plantas y producción de yodo y nitrato de potasio de Soquimich.

Del total invertido en debentures por las AFP, el 30,20 % corresponde a Provida, que es la de mayor porcentaje. Después vienen Santa María, con 22,15 %; Habitat, 21,15 %; Summa, 9,36 %; Unión, 4,71 %; Cuprum, 2,90 %; Invierta, 2,35 %; Libertador, 2,01 %; Protección, 1,56 %; Magister, 1,44 %; Planvital, 1,35 %; Concordia, 0,41 %, y Futuro, 0,11 %.

Banco O'Higgins Suscribió Crédito Externo por Cinco Millones de Dólares

● Financiará importaciones de bienes de capital desde Canadá.

El pasado miércoles 28 de junio se llevó a efecto la firma de un convenio de crédito por US$ 5 millones entre el Banco O'Higgins y el Export Development Corporation de Canadá (EDC).

La operación de esta línea de crédito la efectuará el Banco O'Higgins, la que servirá para financiar las importaciones de bienes de capital canadien-

(Continúa en la página B 18)

Santiago de Chile, Jueves 25 de Octubre de 1990

Venden 40,6 % de la AFP Protección y 61 % de Cías. De Seguro La Previsión

● El comprador es el grupo asegurador francés Assurances Générales de France, AGF, la que operará a través de su filial AGF International.

El grupo asegurador francés AGF Assurances Générales adquirió el 40,61 % de la AFP Protección y el 61 % de las compañías de seguros de vida y generales La Previsión.

De acuerdo a la información, la transacción por parte del grupo galo la efectuó su filial AGF International, la que se constituye en el accionista minoritario la AFP y mayoritario de las dos compañías de seguro.

La inversión la efectuó AGF por medio de una operación de ingreso de capitales vía Decreto Ley 600 e implicó un monto total de aproximadamente 1.800 millones de pesos.

Los antecedentes indican que por la Administradora de Fondos de Pensiones se pagó 0,04089 dólares por acción lo cual implica que por el mencionado porcentaje accionario se pagó un millón 494 mil dólares. En el caso de la compañía de seguros generales el precio por título accionario fue de 0,02459 dólares lo cual arroja un precio total de 300 mil dólares, en tanto que por la compañía de seguros de vida el precio por acción fue de 0,307 dólares, implicando ello 3 millones 744 mil dólares. Así, toda la operación significó un monto total de 5 millones 544 mil dólares.

La compañía francesa es una de las más grandes aseguradoras francesas, contando con un patrimonio de 2.300 millones de dólares y activos por 24.000 millones de dólares.

Antecedentes relacionados indican que los vendedores son un importante grupo de los numerosos accionistas de las entidades previsionales y aseguradores cuyas acciones han sido transadas.

COMPRAN CONSORCIO

Por otra parte, en el mercado asegurador se supo ayer que el mismo grupo francés adquirió el 70 % de la compañía de seguros Consorcio General de Seguros con lo cual adquirieron el control de la sociedad. El monto de esta última transacción alcanzó así un monto cercano a los 18 millones de dólares.

Prevén Positivos Efectos por Cambios en Inversión de AFP

- José Valente, de Econsult, indicó que la eventual reducción de límite para inversión en papeles estatales incrementará las posibilidades de financiamiento para el sector privado.
- En cuanto a la inversión en instrumentos externos, sostuvo que ofrece múltiples beneficios al obtener mejores rentabilidades y disminuir el riesgo-país.

Como altamente positivas para las empresas nacionales y para las posibilidades de desarrollo de los propios fondos de pensiones calificó el economista de la clasificadora de riesgos Econsult, José Valente, las modificaciones que eventualmente se introducirán a las normas de inversión de las AFP.

A juicio del experto, estos cambios tendrían la ventaja de abrir mayores posibilidades de financiamiento para el sector privado local y disminuir las trabas para las inversiones de las AFP, considerando el incremento que se prevé en sus recursos durante los próximos años.

En este sentido, Valente, quien ha realizado diversos estudios en torno a la posibilidades de mejoramiento del mercado financiero nacional, dijo que la disminución del 50 al 45 % en el límite para las inversiones en papeles estatales implicaría un incremento en la demanda de una serie de instrumentos emitidos por el sector privado, lo que se traducirá, a su vez, en un incremento en las fuentes de financiamiento de las empresas.

Entre los instrumentos que se presentan más atractivos, mencionó los bonos emitidos por la empresas; las letras hipotecarias e inclusive los bonos subordinados de los bancos.

Refiriéndose a la posibilidad que se abriría para que las AFP inviertan en efectos de comercio, Valente destacó el hecho de que estos instrumentos se emiten para el financiamiento de corto plazo. Agregó que ello resulta muy positivo considerando que hasta ahora los fondos de pensiones sólo estaban orientados al largo plazo.

De esta manera, dijo que las empresas podrán optar al financiamiento a través de los fondos para sus proyectos de corto plazo a tasas de interés menores, lo que implicará una competencia entre las AFP y los bancos.

Valente se refirió a la tercera modificación, referida a la posibilidad de que las AFP inviertan en instrumentos emitidos en el exterior, la cual fue descartada por el nuevo Superintendente de AFP, Julio Bustamante, quien estimó que estos recursos son necesarios para el país y no pueden ser colocados afuera.

Sobre el punto, el experto de Econsult dijo que el proyecto consultaría una limitante del 10 % del total de los recursos del fondo para este tipo de operaciones, con un máximo del 2 % anual durante los primeros cinco años.

Agregó que esta iniciativa resultaba especialmente importante si se considera que abría posibilidades ilimitadas para las AFP, con un incremento en las rentabilidades y una disminución en el riesgo-país.

Valente precisó que si bien aún restan en el país una serie de instrumentos para que las AFP amplíen su gama de inversiones, no es menos cierto que el incremento de los fondos que se prevé a futuro determinará tarde o temprano la necesidad de aumentar las posibilidades de colocación de sus recursos, lo que tendrá que acontecer en el exterior siempre garantizando la debida seguridad para los mismos.

En este sentido, dijo que la norma que se pretendía introducir se adelantaba en cierta manera a lo que vendrá en el futuro.

Tasas T.I.P.

	Captaciones 30 a 89 días	Coloc. 30 a 89 días no reajustables	Coloc. 30 a 89 días interbancarias	Cap. 90 a 365 días (*) reajustables
1990				
Marzo.				
08	1,58	2,95	2,77	12,73
09	1,47	2,10	0,87	12,84
12	1,62	2,06	1,62	12,78
Prom. **Mar.**	1,69	2,27	2,60	12,76

(*) Aplicable a pagarés UF Cap. XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

FUENTE: Banco Central de Chile

ENTRARA EN FUNCIONES EN NOVIEMBRE:

Anuncian Creación de AFP Para Empleados Municipales

● Presidente Nacional de la Asociación de Empleados Municipales, René Sottolichio, adelantó también que se propondrá un nuevo estatuto para estos servidores.

14-10-90

ARICA (Osvaldo Díaz Tapia).— El presidente nacional de la Asociación de Empleados Municipales de Chile, René Sottolichio, dijo aquí que en noviembre próximo funcionará en todo el país una AFP propia de los funcionarios y que en 1991 habrá un nuevo estatuto que dignificará la función de estos servidores.

El dirigente llegó a Arica con el propósito de participar en el primer consultivo de funcionarios municipales de la I Región que se realizó en esta ciudad, con participación de personal de todas las municipalidades de esta zona extrema.

Sottolichio habló en la jornada de clausura y felicitó a la alcaldesa de General Lagos, Leyla Farah Silva, por el éxito logrado en la organización del consultivo, extendiendo esas consideraciones al equipo que la acompañó.

Como principales conclusiones del encuentro fue aprobada, en primer lugar, la constitución de la Asociación Regional de Funcionarios Municipales, eligiéndose una directiva formada por un delegado de cada comuna, la cual tendrá como objetivo la proposición de los estatutos pertinentes.

Se acordó también la afiliación inmediata de las 10 comunas de la I Región a la Asociación de Empleados Municipales de Chile.

Entre las propuestas obtenidas por las comisiones, se propuso la creación de la jornada única de trabajo, con 45 minutos para colación; un reajuste del 80 % de los sueldos a su nivel original de 1981, incremento de la asignación de zona en un 100 % para las comunas de extrema ruralidad, 80 % para las rurales y 60 % para las urbanas.

Otros beneficios propuestos se refieren al 5 % sobre el sueldo imponible para viviendas, gratificación anual equivalente a un mes y medio, mejoramiento de grados en el escalafón municipal, permitiendo así una carrera más fluida, entre otros.

Rentabilidad del Fondo de Pensiones

Un aumento muy importante en la rentabilidad del Fondo de Pensiones, que es para beneficio exclusivo de los cotizantes al sistema, se registró en el curso de los últimos 12 meses, de acuerdo con antecedentes dados a conocer por la Superintendencia del ramo. La cifra, que alcanzó a 11,2 por ciento en términos reales, supera a la de 1989, que fue de 6,9 por ciento, y también a la de los dos años inmediatamente anteriores a ése.

En sus casi 10 años de funcionamiento, el Fondo de Pensiones registra una rentabilidad promedio anual de 1,6 por ciento, cifra que es más del doble de la que se estimó como promedio de largo plazo cuando se puso en marcha el nuevo sistema. Esto significa que los recursos acumulados hasta ahora deberían permitir jubilaciones mejores que las que se habían previsto inicialmente.

No hay duda de que el resultado de este año es excepcionalmente alto y que difícilmente se repetirá en el futuro. Más aún, no sería deseable que se repitiera, considerando los elevados costos que se han derivado de las anormalmente altas tasas de interés impuestas por la política de ajuste.

De cualquier manera, el hecho es que en un año de grandes dificultades para los chilenos, los ahorrantes en el Fondo de Pensiones han obtenido un resultado notablemente bueno, demostrándose las bondades de la administración privada de estos fondos. Con ello, tal vez, los futuros jubilados no tendrán que reclamar periódicamente reajustes al Ministro de Hacienda, como se ha visto en estos días, porque los recursos acumulados en su cuenta individual le asegurarán mejores pensiones reajustadas automáticamente.

AFP e Inversión

Señor Director:

Según lo disponen las últimas modificaciones a las normas que regulan la inversión de los fondos previsionales, sería posible que las AFP invirtieran en el exterior.

Creo que esto no es congruente con nuestra condición de país en desarrollo: carente de capitales, demandante habitual de crédito externo y con problemas de endeudamiento interno.

Si una de las razones para autorizar a las AFP a invertir en el exterior es la necesidad de ampliar y diversificar sus carteras de inversiones, sugiero que se estudien a lo menos otras dos alternativas, más acordes con nuestra realidad:

Que Corfo emita instrumentos de largo plazo, con tasas y garantías competitivas, en el mercado financiero, y que puedan ser tomados por las AFP, dentro de sus carteras.

Corfo, con esos fondos, podría financiar inversiones de desarrollo del sector privado, vía sistema bancario; o reforzar el Fondo de Garantías del pequeño empresario (Sercotec/banco), o crear nuevas líneas de fomento, como por ejemplo crédito leasing, a través de empresas del rubro.

Resultado: fomento a la inversión y por lo tanto al empleo.

Que las AFP puedan ofrecer una opción a sus afiliados de hacer uso parcial y condicionado de sus ahorros individuales, para el pago total o parcial de sus respectivas deudas habitacionales.

Resultado: solución o alivio al problema de endeudamiento interno, sin recurrir a subsidios ni perdones, y sin poner en peligro los sistemas de ahorro.

Sergio Giaconi M.
Ingeniero Comercial
Rut. 4.496.146-6

Enero-Agosto: 16-10-90

$ 10.930 Millones De Utilidad Logra Sistema de AFP

Una utilidad de 10.930 millones de pesos obtuvo el sistema de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) durante los primeros ocho meses del año, en tanto, durante igual período del año pasado había conseguido 2.210 millones de pesos (cifras al 31 de agosto último), según antecedentes entregados por la Superintendencia de AFP.

La mayor utilidad la consiguió Provida con 4.472 millones de pesos; luego, Habitat con 1.808,9 millones de pesos; y Santa María con 1.732,2 millones de pesos. Después siguieron, Summa con 797,3 millones de pesos; Cuprum con 499,3 millones de pesos; Unión con 473,7 millones de pesos; y El Libertador con 395,2 millones de pesos.

Más atrás se ubicaron Protección con 211,7 millones de pesos; Planvital con 202,3 millones de pesos; Magister con 159 millones de pesos; Invierta con 147,5 millones de pesos; y Concordia con 79,2 millones de pesos.

Finalmente, se situaron Futuro con 55,9 millones de pesos; y Bannuestra con un resultado negativo igual a 104,8 millones de pesos.

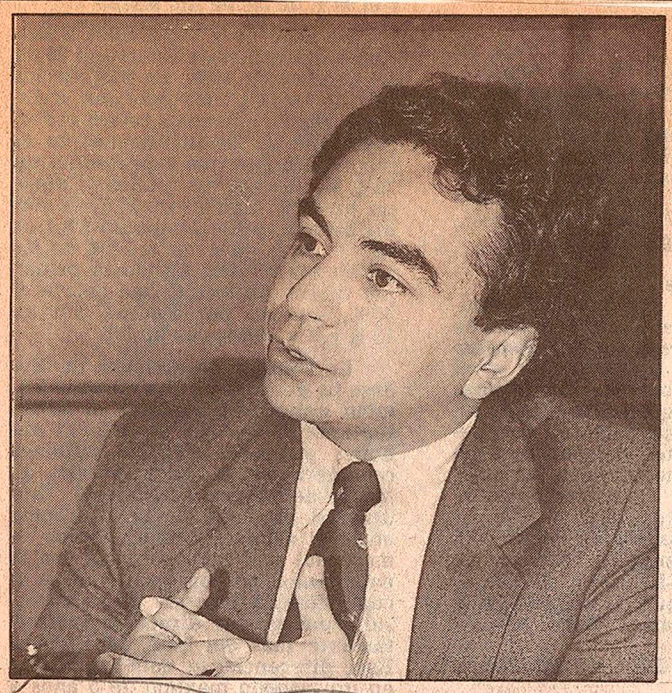
Fondo de Pensiones Superó Nivel de US$6 Mil Millones

Un total igual a 6.033 millones de dólares acumuló el Fondo de Pensiones a septiembre último, al incrementarse en ese mes desde los 5.918 millones de dólares en que se ubicó a fines de agosto último, según información proporcionada por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Al cierre de septiembre último, la AFP con mayor nivel de recursos en el fondo de pensiones era Provida con 1.569 millones de dólares; luego Santa María, con 1.190,9 millones de dólares; y Habitat con 1.070 millones de dólares. Después siguieron Summa con 582,3 millones de dólares; Unión con 508,7 millones de dólares; y Cuprum con 329,5 millones de dólares.

Más atrás se ubicaron El Libertador con 159,4 millones de dólares; Protección con 148,5 millones de dólares; Invierta con 137,9 millones de dólares; y Magister con 132,4 millones de dólares.

16-10-90



El Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones, Julio Bustamante, indicó que los recursos acumulados en el sistema alcanzan en la actulalidad al 24 % del PGB.

AFP

EXPRESO JULIO BUSTAMANTE:

"Hay que Estudiar Control Que AFP Están Teniendo En Actividades Clave"

● El Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones estimó que "por la consolidación del sistema se deben buscar mecanismos que permitan que esta situación tienda a eliminarse".

El Superintendente de Administradoras de Fondos de Pensiones, Julio Bustamante, expresó que debe estudiarse "la mayor participación e ingerencia que están teniendo las AFP en las empresas, y en consecuencia el poder o el control que pasan a tener en actividades claves dentro de la economía nacional".

Estimó que "el desafío de este momento es que en conjunto, el Gobierno, las AFP, el sector empresarial y los trabajadores, nos aboquemos a buscar una solución a este problema, a fin de reconocer lo que es una realidad; y por el bien y la consolidación del sistema tratar de buscar mecanismos que permitan que esta situación que hoy se produce pueda tender a eliminarse hacia el futuro".

Al abordar este tema, Julio Bustamante subrayó que en la actualidad el 10 % de los Fondos de Pensiones están invertidos en títulos accionarios, lo que corresponde a alrededor de 600 millones de dólares. Explicó que tales recursos se encuentran en aproximadamente 27 empresas, no obstante, alrededor de 430 millones de dólares se concentran en sólo cuatro compañías principalmente del sector energético.

"Es importante destacar —agregó — que hay empresas como Enersis en que los Fondos de Pensiones tienen el 34 % de la propiedad; como Chilgener donde mantienen el 45 %; CTC donde poseen el 11 %; y Endesa en la que tienen el 24 %".

Frente a la consulta respecto a si las AFP han llegado a acuerdos para elegir directores en las empresas donde poseen participación accionaria, señaló que "es difícil de probarlo pero, naturalmente, cuando uno analiza las elecciones que han ocurrido en ciertas sociedades anónimas se da cuenta que hay una concentración de votos en determinados candidatos a directores, y muchos de esos votos provienen de las AFP".

Indicó que los Fondos de Pensiones depositan sus preferencias libremente como cualquier otro accionista y el desafío está en buscar un mecanismo que permita que exista una mayor transparencia, en términos de que los afiliados puedan tener una mayor ingerencia en lo que es la decisión de elección de directores. Aquí resaltó que no debe olvidarse que los Fondos de Pensiones son de propiedad de los trabajadores, quienes han depositado su confianza en los administradores.

Destacó que en términos teóricos hay varias alternativas para resolver el tema planteado. Dijo que un caso extremo sería crear una lista de «hombres buenos» que estén por sobre el bien y el mal y den confianza a todos los sectores. No obstante reconoció que ello es subjetivo.

Agregó que otra alternativa, "más extrema probablemente es llegar a pensar en que los afiliados tienen un número de acciones determinadas en cada empresa en proporción a su fondo. Por ejemplo, si alguien tiene 5 millones de pesos en su cuenta de capitalización y su AFP tiene un 10 % de acciones Endesa, quiere decir que el 10 % de los 5 millones de pesos de esa persona están en acciones de la empresa eléctrica".

Estimó que desde el punto de vista práctico sería muy difícil la implementación de un mecanismo de este tipo, ya que significaría movilizar a alrededor de 3 millones de personas a votar.

Añadió que otras posiciones intermedias dicen relación con que las AFP en forma periódica o cuando la persona se traspasa o afilia le consulten a ésta su parecer respecto del listado de directores por los que votarán pudiendo aportar otros nombres si no están de acuerdo con los anteriores.

Julio Bustamente consideró que el tema de la participación de las AFP en las elecciones de directores de sociedades anónimas reviste cierta importancia "más aún cuando tendremos próximamente nuevas elecciones para renovar directorios".

Frente al planteamiento respecto a que el malestar que ha generado en sectores del gobierno la constitución de determinados directorios no habría sido tal si en ellos hubieran salido elegi-

(Continúa en la página B 10)

"Hay que Estudiar

(De la página B 1)

dos miembros del grupo de partidos de la Concertación, expresó que "no hay apreciaciones de que exista un sesgo político en la elección de los directores sino más bien lo que preocupa es que muchos nombres se repiten y de una u otra forma no existe un suficiente abanico de posibilidades de incorporar a miembros de distintos sectores, sin que ello signifique politizarlo, porque partimos de la base que los directores son gente técnica que está administrando una sociedad dedicada a un riesgo específico".

Frente al comentario de que la elección de directores en sociedades anónimas por parte de los afiliados de las AFP sería como plantear que los ahorrantes de un banco eligieran a los directores, dijo que "los ahorrantes e inversionistas de cualquier institución son siempre personas que ahorran en forma voluntaria mientras que en el sistema de AFP a los trabajadores se les obliga a cotizar el 10 % de sus remuneraciones".

Por otra parte, expresó que no se debe olvidar que "el nivel de crecimiento de los fondos es de tal magnitud que hoy representa prácticamente el 24 % del PGB del país, y de acuerdo a nuestras estimaciones, en el 2.000 se aproximará al 40 % del PGB".

"Entonces —añadió— la importancia que estos fondos tienen en el desarrollo de la economía nacional es clave desde el punto de vista del manejo de cualquier política económica y de la economía en términos generales".

"Hay implicancias que van mucho más allá de lo que pueda ser el análisis para otro tipo de inversiones. El tema es importante por la consolidación del sistema y por la transparencia que tiene que existir detrás de los fondos".

Explicó que como Superintendente de AFP le preocupa este tema porque los Fondos de Pensiones "tienen un potencial muy fuerte de seguir invirtiendo en acciones de empresas. De acuerdo a los márgenes, hoy las administradoras podrían invertir hasta un 30 % de los Fondos de Pensión en acciones. Se está abriendo la posibilidad de invertir en acciones de sociedades inmobiliarias y próximamente es posible que surjan nuevas alternativas. Osea se está abriendo fuertemente la posibilidad de que las administradoras hagan este tipo de inversiones".

EL MERCURIO — Lunes 17 de Diciembre de 1990

INTERNATIONAL LINKS:

Estudian Crear Nuevos Instrumentos Financieros

● Firma consultora chilena, que opera con oficinas en Santiago y Washington, busca alternativas de inversión de largo plazo para inversionistas institucionales como AFP y compañías de seguros.

La obtención de financiamiento de organismos internacionales en proyectos del sector salud y el desarrollo de nuevos instrumentos de largo plazo para satisfacer las necesidades de inversionistas institucionales, son algunas de las tareas que está realizando International Links Ltd., firma consultora chilena que opera con oficinas en Santiago y Washington.

Sus áreas de especialización son: estructura de financiamiento con uso de recursos de organismos multilaterales; desarrollo de nuevos instrumentos financieros; fusiones y reestructuraciones de empresas y consultoría.

La sociedad, de reciente formación es integrada por los expertos chilenos, Claudio Reyes B., Alberto Libedinsky, quienes están asentados en la oficina local y Claudio Pardo, que opera en Washington.

Los profesionales decidieron complementar sus áreas de especialización para ofrecer sus servicios a través de esta firma privada que cumple labores de consultoría y asesoría en temas específicos relacionados con deuda externa y financiamiento de proyectos, pasando por el desarrollo de la arquitectura hasta la ingeniería financiera incluida la creación de nuevos instrumentos.

Según informó Claudio Reyes, en estos momentos International Links está montando un paquete financiero en el área energética y está desarrollando ideas nuevas para atender los requerimientos de inversión que tienen inversionistas institucionales tales como las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y las compañías de seguros.

La presencia simultánea en Santiago y Washington permite a la consultora disponer de un flujo inmediato de información sobre lo que está ocurriendo en uno de los más grandes centros financieros internacionales.

Señala Reyes, que esta característica resulta de vital importancia pues en Washington operan organismos multilaterales, como el Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que resuelven sobre el financiamiento de grandes proyectos en distintas partes del mundo, iniciativas que conllevan necesidades de servicios, como ingeniería de proyectos, así como de bienes de capital.

Los profesionales complementan la experiencia y conocimiento internacional y local que durante muchos años han desarrollado en esta materia.

Claudio Pardo ha trabajado en el Federal Reserve de los Estados Unidos; en el Manufacturers Hanover Trust; fue asesor económico del BHIF (Banco Hipotecario y de Fomento Nacional); Secretario Ejecutivo del CASE (Comité Asesor de Crédito Externo) y director ejecutivo alterno ante el Banco Mundial en representación de Chile y de los países del cono sur. Le correspondió relacionarse con los organismos internacionales para los efectos del financiamiento de la balanza de pagos chilena; desarrolló varios programas de financiamiento como el de reestructuración industrial a través del Banco del Estado de Chile y el Banco Central y CORFO-BID II; así como en el financiamiento internacional a grandes proyectos tales como Escondida y Línea 3 del Metro, proyecto este último que posteriormente se suspendió a causa del terremoto.

Alberto Libedinsky trabajó en el BHIF, luego en el Banco Central; fue gerente general de la AFP Alameda que posteriormente se fusionó para dar lugar a la AFP Unión; fue vicepresidente de finanzas del grupo Interamericana; y efectuó asesorías en España. Su especialidad, entre otros, son el mercado de capitales, los fondos mutuos, seguros, leasing, AFP y los fondos de inversión extranjera siendo director de uno de ellos en Chile, el Génesis Fund Ltd.

Claudio Reyes ha trabajado en España e Inglaterra y luego estuvo también en el BHIF en la parte relacionada con el sector de la construcción y vivienda; fue asesor de la presidencia del Banco Central y jefe de gabinete del Ministerio de Hacienda. Participó en los programas de reestructuración de empresas productivas y del sistema financiero, conversiones de deuda Capítulo 18 y medio, entre otros. Su experiencia más amplia está en el mercado bancario y sus regulaciones, creación de instrumentos y reestructuraciones de empresas.

1990

Accionistas de

A.F.P. SANTA MARIA S.A.

Inmobiliaria Santa Juana S.A. informa que ha abierto un poder comprador de hasta 70.000 acciones de **A.F.P. Santa María S.A.**, según las siguientes condiciones:

– Precio por acción : $ 13.500

– Validez de la Oferta : 30 de noviembre de 1990

– Forma de pago : Contado

– Se gestionará el alzamiento de prendas

Para mayor información, diríjase a Moneda 970, piso 6, o solicite la visita de un agente a los siguientes teléfonos:

724008-6983320

con la asesoría de

CITICORP CHILE
CORREDORES DE BOLSA DE VALORES S.A.

Nº de Inscripción Registro de Valores 0134.

Santiago de Chile, Viernes 7 de Diciembre de 1990

Piden Devolver Impuestos A los Fondos de Pensiones

● Miembro de Comisión Clasificadora de Riesgos planteó que el Fisco debería devolver a estas instituciones el 15 % de primera categoría que tributen las sociedades inmobiliarias a partir de 1991.

Una modificación legal que permita la devolución a los Fondos de Pensiones, a partir del próximo año, del 15 % del impuesto de primera categoría que deben tributar las sociedades inmobiliarias, es una reforma que debería abordarse, según el miembro de la Comisión Clasificadora de Riesgos, Alfonso Mujica.

Tales sociedades inmobiliarias fueron autorizadas recientemente ampliando las posibilidades de inversión de los Fondos de Pensiones hacia el giro de bienes inmuebles, ya sea en centros comerciales, edificios de oficinas, plantas industriales y hoteles. Actualmente hay dos sociedaes autorizadas y otros dos en vías de formación.

Respecto a la modificación legal, el especialista detalló que "los Fondos de Pensiones no tienen derecho a esa disminución porque no son sujeto de impuesto de segunda categoría del global complementario, lo que es un contrasentido de la ley ya que en definitiva se les está cobrando más impuestos a los pensionados de los Fondos de Pensiones que a los inversionistas del mercado de capitales".

Según Mujica esta modificación legal debería permitir la devolución de impuestos a los Fondos de Pensiones cuando ellos reciban dividendos, y aplicarse a inversiones que tengan estos inversionistas institucionales no sólo en sociedades inmobiliarias sino en cualquier sociedad anónima.

Explicó que actualmente "este elemento tributario está perjudicando a los Fondos de Pensiones. La sociedad inmobiliaria por sus rentas tributa un 10 % en primera categoría —que a partir del próximo año sube a 15 %— y ese porcentaje para cualquier inversionista que sea accionista de esta sociedad constituye crédito para su propio impuesto. Pero los fondos de pensiones no tienen derecho a esa disminución".

Destacó que este aspecto es un castigo a tales inversiones ya que significa para esos institucionales una rentabilidad menor. Indicó que por esa vía se están desincentivando inversiones inmobiliarias de tipo productivo en beneficio de inversiones en deuda.

Dijo que la relevancia de un cam-

(Continúa en la página B 16)

Piden Devolver Impuestos

(De la página B 1)

bio legal en este tema se observa si se considera que un 10 % del Fondo de Pensiones se puede invertir en sociedades de inversión inmobiliarias.

Según Mujica la situación que se produce en el caso de los Fondos de Pensiones "es un error de la ley. Esta ha contemplado siempre que todos los inversionistas sean sujetos de impuesto de segunda categoría del global complementario y no consideró que había uno que no era sujeto de éste".

Estos planteamientos los formuló Alfonso Mujica en forma previa a su participación en el seminario "Fundamentos Teóricos para Estrategias de Sociedades Inmobiliarias", que se efectuó en el Centro de Extensión de la Universidad Católica.

TENDENCIA EN CHILE

Por otra parte, Alfonso Mujica estimó que la tendencia en Chile del negocio inmobiliario se orientará hacia la especialización por actividad como también por zona geográfica.

Estimó que al igual como ha sido la experiencia en Estados Unidos en el país habrá una especialización en centros comerciales, o bien en edificios de arriendo de oficinas, en el negocio hotelero, o en plantas industriales.

Precisó que las sociedades inmobiliarias —cuyos accionistas mayoritarios son los Fondos de Pensiones— no pueden desarrollar proyectos como centros comerciales pero sí pueden firmar promesas de compra para tales iniciativas en desarrollo.

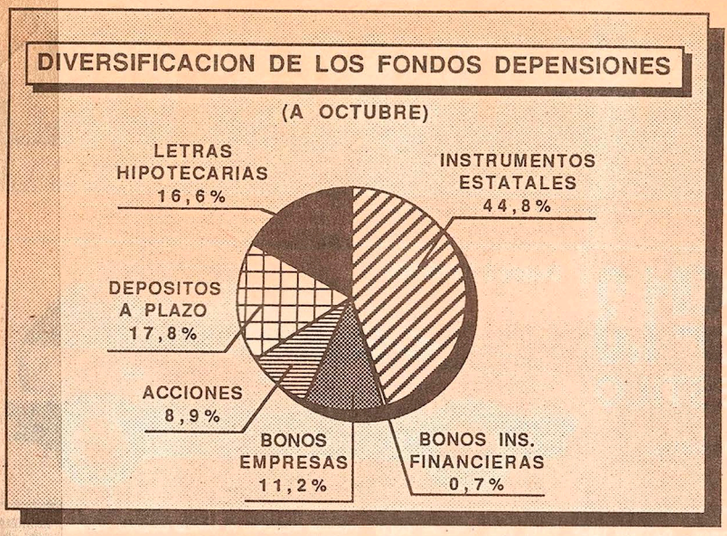
Destacó que "durante todo el primer período van a tener que invertir en cosas que existen y además que están arrendadas porque no pueden tener más de un 15 % de sus activos sin arrendar".

Frente a consultas respecto a si en la actualidad existen proyectos de centros comerciales que estén próximos a desarrollarse contando con la promesa de compra de sociedades inmobiliarias, destacó que se ha detectado interés en ese sentido pero no hay nada concreto. Al igual dijo que existe interés por comprar inmuebles ya existentes.

Aparte del problema de los impuestos, Alfonso Mujica consideró que el negocio inmobiliario es de gran interés para los Fondos de Pensiones. "Los valores de los inmuebles van creciendo establemente y en ese sentido son muy convenientes. Hay una plusvalía más allá de los ciclos económicos".

En cuanto a la actividad de más conveniencia para estas sociedades, estimó que "los centros comerciales son activos muy interesantes porque van adquiriendo valor a medida que van logrando éxito, entonces le van añadiendo valor agregado a través de una buena administración. Además los Fondos de Pensiones podrían participar de las ventas como una forma de ganar una mayor rentabilidad".

Diciembre 1990



ANALISIS:

¿En Qué Invierten las AFP?

- A octubre, el total de activos de los fondos previsionales ascendía a 1.972.631 millones de pesos, lo que evidencia un crecimiento real de 22,2 % en relación al monto mantenido en octubre de 1989.
- El principal destino de las inversiones lo constituyen los pagarés reajustables del Banco Central, que involucran 42,8 % del total mantenido en cartera por los fondos de pensiones.

Por Hermógenes Guerrero O.

De acuerdo a cifras proporcionadas por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, el total de activos acumulados por los fondos de pensiones, a octubre del presente año, mostró un incremento real de 22,2 %, en relación a la cifra anotada el mismo mes del año pasado, y que llegó a 1.240.323 millones de pesos.

Tal vez lo más interesante de conocer es en qué tipos de instrumentos se están invirtiendo dichos fondos de pensiones.

Según las cifras de la mecionada Superintendencia, el destino de las inversiones de puede generalizar en 5 items; Instrumentos Estatales, que representa el 44,8 % del total de activos de los fondos de pensiones; Depósitos a Plazo, con 17,8 % del total; Letras Hipotecarias, con 16,6 %; Bonos de Empresas con 11,2 %; Acciones de Sociedades Anónimas, con 8,9 %; y Bonos de Instituciones Financieras con 0,7 % del total.

INSTRUMENTOS ESTATALES

Los instrumentos estatales están conformados por aquellos que son emitidos por el Banco Central de Chile y de la Tesorería General de la República.

Por su parte, los instrumentos emitidos por el Banco Central que son adquiridos por las AFP son Pagarés descontables del Banco Central (PDC), en los que el sistema mantiene 5.713 millones de pesos, es decir, 0,29 % del total de activos; Pagarés Reajustables del Banco Central (PRC), que reúne a la totalidad de instrumentos reajustables ofrecidos por el instituto emisor, vale decir PDP, PPBC, PEP, PTF, PCD, PCC, PR C con cupones, y que en forma agregada representan el 42,8 % del total de activos del sistema o 843.811 millones de pesos; y Certificados de Ahorro Reajustable (CAR), que involucran el 0,03 % del total.

En tanto la Tesorería General de la República emite Pagarés Reajustables de la Tesorería General (PTG) sobre los cuales las AFP mantienen el 1,32 % del total de sus activos, es decir 25.968 millones de pesos; y Bonos de la Reforma Agraria (BCO), que representan 0,34 % del total, unos 6.795 millones de pesos.

Finalmente el Ministerio de la Vivienda y Urbanismo emite Letras Hipotecarias (MVU) en las cuales se encuentran invertidos 1.416 millones de pesos, es decir 0,07 % del total.

INSTITUCIONES FINANCIERAS

Paralelamente, los fondos de inversión, buscando diversificar su portafolio, colocan sus activos en instrumentos emitidos por las instituciones financieran que operan en el mercado nacional.

Algunos de estos instrumentos son los Depósitos a Plazo emitidos por dichas instituciones (DPF) en los cuales los fondos mantienen un total de 68.482 millones de pesos, o un 3,47 % del total. También se ofrecen Pagarés Emitidos por Instituciones Financieras (PEF), los cuales conforman el 14,29 % del total, lo que representa una inversión de 281.882 millones de pesos; Letras de Crédito (LHF) en las que se tienen invertidos 326.117 millones de pesos, vale decir un 16,53 % del total; y Bonos Bancarios emitidos por instituciones financierasen los cuales se ha invertido 14.276 millones de pesos, un 0,72 % del total.

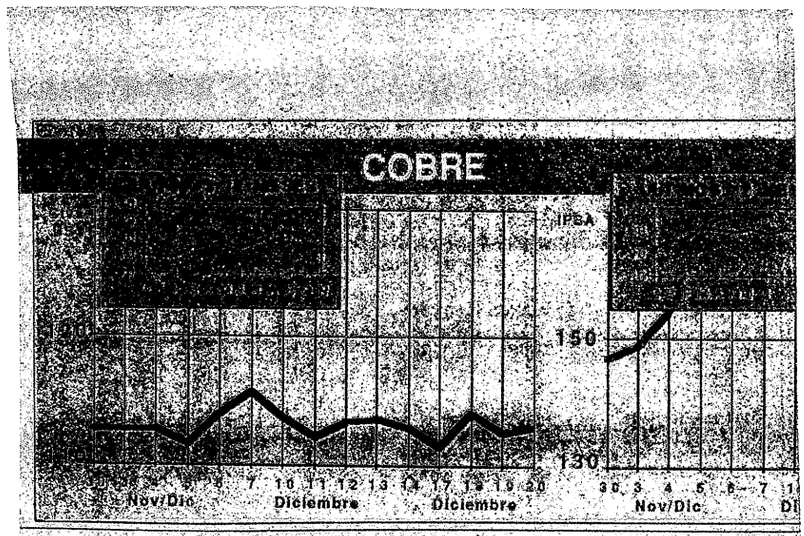
EN EMPRESAS

Finalmente los fondos de pensiones efectuan inversiones en instrumentos emitidos por empresas ya sean estas públicas o privadas, y pueden acudir a su adquisición tanto al mercado secundario como al primario.

Dichos instrumentos son Acciones de Socieddades Anónimas Abiertas e Inmobiliarias (ACC) en las cuales los fondos mantienen el 8,95 % de su total, es decir casi 176.453 millones de pesos; y Bonos de Empresas Públicas y Privadas (Bonos), en los cuales mantienen el 11,16 % del total, es decir unos 220.194 millones de pesos.

ACTIVOS FONDOS DE PENSIONES
(Cifras en Millones de Pesos)

Provida	516.543
Santa María	384.504
Habitat	345.714
Summa	189.687
Unión	165.061
Cuprum	112.368
El Libertador	51.652
Protección	49.391
Invierta	45.794
Magister	43.146
Concordia	27.529
Planvital	25.632
Futuro	13.653
Bannuestra	1.967
Total Sistema	**1.972.631**



A $ 2 Billones Llegó El Fondo de Pensiones

21/12/90

● Cifra equivale a US$ 6.400 millones.

Los ahorros de los afiliados a las Administradoras de Fondos de Pensiones alcanzaron los dos billones de pesos al 30 de noviembre último, al acumular el Fondo de Pensiones —que considera a las catorce administradoras— una cifra de 2 billones 126 mil 033 millones de pesos.

Según información entregada ayer por la Superintendencia de AFP, Provida registra el fondo de mayor valor del sistema, ascendente a 554.289,4 millones de pesos. Más atrás se ubicaron Santa María con 410.591,8 millones de pesos; Habitat con 372.433,6 millones de pesos; y Summa con 204.739 millones de pesos.

Después siguieron Unión con 176.894,3 millones de pesos; Cuprum con 126.926 millones de pesos; El Libertador con 55.685,3 millones de pesos; y Protección con 54.267,9 millones de pesos.

Finalmente, se ubicaron Magister con 46.262,4 millones de pesos; Invierta con 45.981,4 millones de pesos; Concordia con 29.394,5 millones de pesos, y Planvital con 28.261,19 millones de pesos.

RENTABILIDAD DEL SISTEMA

En otro orden, según información entregada por la Superintendencia de AFP, el sistema de Administradoras de Fondos de Pensiones alcanzó una utilidad de 12.450 millones de pesos en el período enero-octubre de este año, y un 34,38 % de rentabilidad (utilidad sobre el patrimonio).

Al considerar la situación en forma individual, la AFP que consiguió una rentabilidad mayor en ese período fue Planvital con 57,73 % y una utilidad de 241,3 millones de pesos; luego Protección con 54,95 % de rentabilidad y una utilidad de 280 millones de pesos; Provida con 43,35 %, y una utilidad de 4.880 millones de pesos.

Más atrás se situaron El Libertador con 39,76 % y una utilidad de 436,3 millones de pesos; Futuro con 37,46 % y 68,2 millones de pesos; y Unión con 36,13 % y 548,8 millones de pesos.

Después siguieron Cuprum con 33,82 % y 617,6 millones de pesos; Magister con 32,17 % y 240,4 millones de pesos; y Habitat con 31,61 % y una utilidad de 2.200,3 millones de pesos.

Finalmente, se situaron Concordia con 31,56 % y 117,4 millones; Santa María con 27,58 % y 1.893 millones de pesos; y Summa con 25,96 % y 884,4 millones de pesos.

versión de deuda. El delito de quiebra

Modificarán Sistema Informativo sobre la Rentabilidad de AFP

● Superintendencia estudia normas que permitan una información más transparente a los afiliados.

La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones está abocada al estudio de un nuevo sistema en relación a la forma como las AFP publicitan la rentabilidad que están obteniendo por el manejo de los fondos de pensiones.

La nueva modalidad permitiría darle mayor transparencia a la información que en este sentido reciben los afiliados, sobre la base de considerar aspectos como un período de medición prolongado y no por la rentabilidad obtenida en los últimos meses.

Igualmente se busca informar la rentabilidad conjuntamente con el costo previsional, esto es, asociado al valor que las administradoras cobran por sus servicios. Se recordó que una AFP puede tener una alta rentabilidad, pero si a su vez cobra las comisiones más altas del sistema puede no necesariamente ser la más conveniente para un afiliado.

También se contempla que la información sobre rentabilidad se asocie a los tramos de ingresos de los afiliados.

44,1 % de Fondos De las AFP Están Prestados al Estado

- El resto está entregado como crédito a los bancos, a deudores hipotecarios y a empresas, o invertido en acciones.

Un 44,1 % de los recursos administrados por las AFP, y ahorrados por los trabajadores para financiar sus pensiones futuras, está entregado al Estado a través de distintos instrumentos que las entidades previsionales tienen en sus carteras de inversiones.

De este total, un 42,1 % está invertido en Pagarés Reajustables del Banco Central de Chile, (PRC); un 1,16 % en Pagarés Reajustables de la Tesorería General de la República, (PTG); un 0,32 % en Bonos de la Reforma Agraria, (BCO); un 0,30 % en Pagarés Descontables del Banco Central, (PDC) y un 0,11 % comprende Letras de Crédito Emitidas por Minvu (LHF) y Bonos de Empresas Públicas.

El restante 55,9 % está invertido en depósitos a plazo en el sistema bancario, un 16,3 %; prestado a deudores hipotecarios, un 16,2% ; invertido en acciones, 11,3 %; en bonos de empresas, un 11,1 % y finalmente un 1,1 % en bonos de instituciones financieras.

Rentabilidad de Fondos de Pensiones

Jul 91

Antecedentes entregados recientemente por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones indican que la rentabilidad de dichos fondos alcanzó un 15,6 por ciento durante 1990. Este rendimiento anual es el tercero más alto que se registra desde que comenzó a operar el nuevo sistema, hace casi 10 años, con lo cual el promedio del período se eleva a 13 por ciento.

Tomando en cuenta que cuando se ideó el actual sistema de pensiones los cálculos se realizaron considerando que la rentabilidad anual de los recursos acumulados se situaría en torno al cinco por ciento, es fácil advertir que el promedio efectivo que se ha alcanzado en la primera década de operación del nuevo régimen prácticamente triplica la cifra referencial indicada.

A pesar de que esto ha sido una realidad —lo cual les va a reportar grandes beneficios a los actuales afiliados al jubilar—, no es razonable pensar que ésa vaya a ser la rentabilidad promedio de largo plazo de los fondos. En la cifra que se comenta ha influido la situación especial por la que ha atravesado la economía en algunos años, y que se ha traducido en elevadas tasas de interés y en atractivos rendimientos de los títulos accionarios.

Cabe hacer presente, en particular, que el año 1990 se caracterizó por haber sido un período en el cual imperaron altas tasas de interés, especialmente en los instrumentos del Banco Central, los cuales representan hoy más del 40 por ciento del total de recursos invertidos por los fondos de pensiones.

Lo anterior, unido al hecho de que hacia finales de año se produjo una disminución en las tasas de interés —situación que significó una ganancia de capital para los tenedores de los referidos instrumentos—, se tradujo en un beneficio adicional en términos de rentabilidad de los fondos de pensiones. El cuadro se completa señalando que en el período que termina el rendimiento de los títulos accionarios fue también favorable.

Sin perjuicio de que sea razonable pensar que el rendimiento promedio de largo plazo se sitúa en torno al cinco por ciento, ello no obsta a que permanentemente se estén buscando posibilidades de inversión que signifiquen una mayor rentabilidad para los afiliados, ya que el impacto que ello tiene sobre las pensiones futuras es significativo. Hay estudios que muestran que el beneficio de un punto porcentual de mayor rentabilidad en el Fondo de Pensiones, en forma permanente, se traduce en un aumento en la pensión de mayor proporción que lo que se podría lograr si se disminuyera la comisión fija cobrada a los afiliados, por citar como elemento de comparación un aspecto que ha sido debatido ampliamente durante el último tiempo.

Por lo anterior, sería conveniente eliminar aquellas disposiciones que hoy están significando una discriminación en contra de los fondos de pensiones de mayor tamaño relativo, como lo es el hecho de que no pueden tener invertido en acciones de una misma empresa un monto superior al siete por ciento del capital de la misma. En tanto para los fondos grandes ello representa una menor proporción del volumen global de recursos que manejan, el beneficio obtenido es también proporcionalmente más bajo. Ello les afecta la rentabilidad en relación a lo que pueden obtener para sus afiliados las AFP que administran fondos de monto inferior, lo cual se manifestó durante 1990 con un claro perjuicio para los afiliados que cotizan en AFP más grandes.

27-02-91 B 5

EMPRESAS

AFP Santa María Entrega Aporte de Su Plan de Acción Social 1990

AFP Santa María hizo entrega de un aporte de fondos correspondiente a su plan de acción social 1990. En esta oportunidad fueron beneficiadas dos instituciones, la Fundación Educacional y Cultural San Pablo con su proyecto "Formación Integral Complementaria y de Sensibilización y Conocimiento del Mundo Laboral", destinado a adolescentes de la comuna de Cerro Navia y la Corporación Hogares D.A.R., con su taller de amasandería, cocina, baño y vestuario interno del hogar para jóvenes adictos en vías de recuperación.

El plan de acción social de AFP Santa María, que se inició en 1986, corresponde a una iniciativa permanente de esa administradora, y está destinada a favorecer instituciones que desarrollen programas sociales en beneficio de la disminución de la extrema pobreza y marginalidad, para lo cual aporta anualmente un porcentaje de sus utilidades.

AFP Santa María ha informado que durante 1991 continuará con el plan de acción social.



Sr. Luis Latorre, asesor de Proyecto Fundación San Pablo; Sr. Heriberto Sergueira, director ejecutivo Fundación San Pablo; Sres. Aldo Simonetti P., gerente general, Sra. Patricia Jaime V., gerente comercial, y Sr. Eduardo Lagos, subgerente de marketing de AFP Santa María, respectivamente.



Señores Emilio Osorio, Jorge Lama y Sra. Norma Butcher, en representación de la Corporación Hogares D.A.R.; y señores Aldo Simonetti P., Fernando Monckeberg, Sra. Patricia Jaime V. y Sr. Eduardo Lagos, en representación de AFP Santa María.

Banmédica Estudia Formar Nueva AFP

● El holding acaba de adquirir participación en dos nuevas clínicas en Temuco e Iquique, mientras estudia su expansión hacia otras áreas. 1-3-91

La compra de participación en dos clínicas ubicadas en regiones, el estudio de nuevos proyectos dentro del área de seguridad social como la formación de una Administradora de Fondos de Pensiones y la consolidación de la red de oficinas a lo largo del país, son algunas de las tareas que desarrollará durante este año el holding de empresas Banmédica S.A.

La información fue entregada por el gerente general de la sociedad, Carlos Kubik, quien de paso se refirió al proceso que vive la empresa desde hace un año a la fecha, luego que la nueva ley general de isapres determinó que el giro único de estas instituciones sería la prestación de servicios de salud.

Ante ello, dijo el ejecutivo, se creó un holding empresarial, a partir de Banmédica S.A., con una serie de filiales donde su participación es mayoritaria: la isapre del mismo nombre; la Clínica Dávila S.A.; la Clínica Santa María S.A. y la Compañía de Seguros Banmédica S.A..

Paralelamente, puntualizó, la sociedad posee una participación del 33 % en la Inmobiliaria Manquehue, para el desarrollo de una clínica en el sector oriente de la capital, proyecto que se encuentra en una etapa de estudios avanzados y que consulta una inversión de US$ 20 millones.

NUEVAS CLINICAS

En la ocasión, Kubik manifestó que este año será de consolidación de la red de sucursales de la Isapre Banmédica, la que ya cuenta con 58 oficinas y está presente en todas las ciudades de más de 30 mil habitantes del país.

En este sentido, dijo que los próximos pasos serán, seguramente, la apertura de sucursales en áreas periféricas de Santiago y en alguna otra localidad del territorio.

En cuanto a la filial Clínica Dávila S.A., el ejecutivo señaló que aparte de los centros médicos y dentales que posee en la capital, está expandiéndose hacia Concepción y Temuco y "están en carpeta otros proyectos en regiones".

En cuanto a las dos clínicas del grupo en Santiago —Santa María y Dávila—, dijo que durante el año pasado se concretaron inversiones por US$ 2,5 millones en infraestructura, señalando que ambos centros poseen 400 camas, "lo que contribuye a que nuestra organización sea la que cuenta con el mayor número de camas privadas del país".

Sin embargo, Kubik señaló que el enfásis este año estará dado en regiones. Así, informó que el grupo acaba de adquirir una participación del 33 % en la sociedad constructora de la nueva Clínica Alemana de Temuco y compró una de un quinto en la ex clínica Schweitzer de Iquique.

ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO

En la ocasión, Kubik manifestó que el año pasado, el directorio del grupo definió una nueva estrategia de desarrollo, tendiente a abarcar áreas vinculadas al ámbito de la seguridad social.

Así, nació en diciembre de 1990 la Compañía de Seguros de Vida Banmédica S.A., la cual en una primera etapa está orientada al mercado de la renta vitalicia. Sobre este punto, dijo que los resultados han sido especialmente satisfactorios, alcanzando en su primer mes de vida una participación del 5 % dentro del área en que opera.

Kubik precisó que las previsiones son alentadoras para este año con ventas proyectadas por entre 5 y 6 mil millones de pesos y con una participación de entre el 5 y 7 % hacia fines de año.

Agregó que hacia el futuro, se piensan incorporar nuevos productos, considerando para ello la experiencia que posee el grupo en todo lo vinculado a la seguridad en salud.

En cuanto a las nuevas áreas a las cuales proyecta expandirse el holding, el ejecutivo dijo que la idea es consolidarse dentro del rubro de la seguridad social, para lo cual existen varias alternativas en estudio, siendo una de ellas la formación de una Administradora de Fondos de Pensiones.

Finalmente, Kubik informó que la Isapre Banmédica posee un total de 140 mil afiliados y cerca de 300 mil beneficiarios, previéndose para este año una tasa de crecimiento en estos ítemes del orden del 15 %.

La guerra del Golfo dejará una marca permanente, revelando un nuevo orden económico internacional: Se trata de **la mundialización del sistema,** ya sea en los planos ideológicos, tecnológicos, fi-

les. La guerra resultó muy cara tanto a Arabia Saudita como a Kuwait. El Fondo de Inversiones de Kuwait (KIO) estaría incluso vendiendo sus participaciones en sociedades occidentales.

●4●

El proceso de mundialización de la economía

(Continúa a la vuelta)

Las AFP frente a la inversión en el extranjero

POR **LUCY BENNETT Y ANTONIO VARAS**

Actualmente, existe una ley que permite a las AFP invertir fuera de Chile, la cual debe entrar en vigencia en enero de 1992. Sin embargo, falta la dictación del reglamento por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgos. En cuanto a las posibilidades de inversión, éstas son limitadas a documentos, que deben pasar una dura prueba de clasificación de riesgo, de bancos privados y bancos centrales de países extranjeros.

Entre las proposiciones de las AFP figura la inversión en monedas distintas al dólar y que presentan mayor estabilidad en el mercado, tales como el marco alemán y el yen japonés. También plantean la posibilidad de invertir en pagarés de la deuda externa chilena, de modo que "todos los chilenos" puedan beneficiarse de los descuentos que tienen este tipo de documentos.

Diversificación del portafolio



Para **Fernando Concha, gerente de Administración y Finanzas AFP Provida,** "la inversión en el extranjero permitiría una diversificación del portafolio, lo cual es importante si se toma en cuenta que la economía chilena está muy correlacionada a todos los activos: en caso de recesión, se recienten la mayoría de los instrumentos del mercado".

Señaló que "la inversión en el extranjero permitiría una defensa en períodos complicados para el país".

En cuanto al tipo de instrumentos en los que las AFP podrían invertir, aseguró que no se trata sólo de dólares, sino de otras monedas que, en momentos determinados, pueden ser más rentables, como marcos alemanes o yenes.

"Si la apertura hacia el mundo fortaleció la economía nacional, la apertura hacia el exterior de las inversiones de las AFP debería fortalecer el mercado financiero, potenciándolo, es decir, haría ingresar más fondos", dijo.

También, explicó que la inversión de las AFP serviría para mantener un tipo de cambio estable, para lo cual "se requiere la salida vía cuenta de capitales para no hacer presión de *'hot money'* y evitar la expansión monetaria".

Consultado por las aprensiones que tendrían los afiliados frente a las inversiones que no se realizan en el país, Fernando Concha señaló enfático que ninguna AFP estará obligada a invertir en el exterior y que habrá las que sí lo hagan, como también aquellas que prefieran las inversiones nacionales.

Añadió que, en ese sentido, existen las facilidades para que los afiliados puedan cambiarse a la AFP que prefieran.

Sin embargo, señaló que, para mayor seguridad de los afiliados, no es conveniente que todas las inversiones sean en UF, como ocurre en la actualidad; más aún cuando se está discutiendo la sobrevivencia de dicho sistema de reajustabilidad. La inversión en el extranjero, a su juicio, es una buena alternativa de diversificación en ese sentido.

"Es un hecho que por el crecimiento del sistema de las Administradoras de Fondos de Pensiones hay que buscar nuevas alternativas de inversión, ya que así vamos a poder generar mayor rentabilidad. Si seguimos presionando el mercado interno, subirán los precios de los instrumentos, bajando la rentabilidad", precisó.

Hablando sobre la cuenta de capitales, Concha señala:

—Al parecer, hay un consenso en

(Continúa a la vuelta)

19/3/91

Las AFP...

(Viene de la pág. anterior)

que debe abrirse la cuenta de capitales. Si se abre sólo para los bancos y no para las AFP, indirectamente, las últimas estarían invirtiendo en el extranjero a través de los bancos, pero los beneficios se los llevarían las instituciones bancarias o quienes hicieran las inversiones, y no todos los chilenos dueños de los fondos de las Administradoras.

Entre las sugerencias que han hecho a la autoridad, está la posibilidad de que las AFP compren pagarés de la deuda externa de Chile, extendiendo el beneficio de los descuentos a los afiliados al sistema previsional.

'Es sano y abre la cuenta de capitales'



Jaime Barros, gerente de la AFP Invierta, opinó que "en términos generales, estamos de acuerdo en invertir en el exterior y abrir así la cuenta de capitales, porque es muy sano. En todo caso, pensamos que las posibilidades de invertir en Chile hoy todavía existen de acuerdo a la legislación que nos rige, aunque es probable que esto no sea igual para las AFP más grande".

Según explicó, en este momento no tienen interés en invertir afuera, ya que hay buenas condiciones para hacerlo aquí —entre ellas, el 'riesgo país' que ha disminuído en los próximos años.

Sin embargo, agregó que "no estamos ajenos al principio de invertir en el exterior y no nos desagrada la idea. Me gustaría mucho que exista la alternativa".

Indicó que además, actualmente la ley sólo permite adquirir títulos de deuda y "prefiero adquirir un título de deuda acá antes que un bono del Tesoro fuera. Ahora, si se permitiera invertir en otro tipo de instrumentos como títulos de capital, la situación sería distinta...".

'Hay valores sumamente seguros en el mercado internacional'



"Hay que partir de la base de que no existen impedimentos para invertir en el extranjero", **señaló Francisco Serqueira, fiscal de la AFP «Summa».**

Señaló que para las AFP el interés en invertir en el extranjero radica en que en el mercado internacional existen valores "sumamente seguros".

Añadió que "el hecho de decir no a la inversión en el extranjero por parte de las AFP es una opinión demasiado parcial".

Destacó Serqueira, de acuerdo a la ley, que dicha inversión será sumamente restringida. Sólo podrán invertir — en caso de dictarse el reglamento— en títulos de crédito y bonos que cuenten con la garantía de entidades bancarias y de Bancos Centrales, que se transen diariamente en el mercado internacional.

Consultado sobre cuáles de esos instrumentos serían los más convenientes, indicó que eso dependerá de las tasas de interés o de la rentabilidad que presenten una vez que entre vigencia la ley.

Respecto a la importancia que las AFP asignan a la posibilidad de invertir en el extranjero, dice:

—Para las AFP siempre es conveniente que existan alternativas de inversión. Es bueno tener una adecuada diversificación, tener los huevos en muy distintas canastas.

Sin embargo, asegura, no es un tema tan importante que los lleve a presentar algún proyecto específico ante las autoridades para exigir la dictación del reglamento. Insiste que se trata de una posibilidad de inversión más, sin que, obligatoriamente, todas las AFP tengan que invertir en el extranjero si así se permitiese. "El hecho de que la ley lo permita no implica que se haga, es una posibilidad más...".

'Esto es para el futuro y no tiene que derivar en un problema político del momento...'

Asimismo, fuentes calificadas de la **AFP Habitat** explicaron que la inversión de las AFP en el exterior es una forma de diversificación que permite asegurar una rentabilidad estable y adecuada en el largo plazo.

Se agregó que las altísimas rentabilidades obtenidas desde que se inició este sistema de fondos previsionales, no se pueden proyectar en forma constante a futuro, "porque es de esperar que en distintos momentos se presenten oportunidades para obtener mejores retornos de inversiones en el extranjero".

Por ello, se destacó que "para poder esperar esas oportunidades, necesitamos estar preparados. Eso significa contar con un reglamento. Aunque ahora, mientras existan oportunidades seguras en el plano interno no cabe esperar una inversión en el exterior, pero eso no quita que estemos preparados".

Según se indicó, "este país ha tenido ciclos económicos en el pasado y podríamos esperar lo mismo para el futuro. Por lo tanto, resulta sano, pensando en el interés del afiliado y del país en términos macroeconómicos tener la posibilidad de contar con inversiones seguras en el extranjero".

Respecto a las posibilidades que tendrían las AFP para invertir afuera o los intrumentos que se usarían, se explicó que esto se resolverá una vez que existen normas definidas al respecto. "El reglamento al respecto es prepararse para un hecho futuro y no tendría por qué derivar en una polémica política en este momento".

Econsult S.A. Compró Prisma Clasificadora

Los socios de Econsult Clasificadora de Riesgo Ltda., Hernán Cheyre y José Ramón Valente, adquirieron los derechos de la sociedad clasificadora de riesgo Prisma Ltda. con el propósito de fortalecer su participación en el mercado de las clasificadoras de riesgo. De esta forma, Econsult se convierte en la clasificdora de riesgo más grande del país, evaluando los instrumentos de oferta pública emitidos por más de cien empress, bancos, sociedades financieras, fondos de inversión y compañías de seguros. Econsult, además, mantiene un contrato con la Asociación de AFP para realizar los proyectos de clasificación que deben presentarse a la comisión clasificadora de riesgo.

El motivo de la compra es que, según estiman los socios de Econsult, el número de clasificadoras de riesgo que estaba operando era excesivo, atendido el tamaño del mercado, lo cual hacía conveniente fortalecerse por la vía de absorber a otra entidad del mismo giro.

Mientras se produce el proceso de fusión entre Econsult y Prisma los socios de ambas sociedades continuarán operando con las dos clasificadoras en la idea de que Econsult se transforme en los próximos meses en la continuadora legal de Prisma.

Los ex socios de Prisma, Victor García, Rodirgo de la Cuadra y Francisco Javier Labbe, vendieron sus derechos de de la sociedad a Econsult con el propósito de intensificar sus actividades de consultoría económica y financiera a través de la empresa Sergio de la Cuadra y Asociados.

Por otra parte, como socios de Midway Guaranty ofrecerán servicios de ingeniería financiera, estructuración de financiamiento de proyectos, reprogramaciones financieras y asesoría en la administración de porfolios. Para lo anterior, Midway Guaranty cuenta con el apoyo de importantes instituciones financieras americanas. Es así como ha obtenido la designación como agente para Chile de Oppenheimer & Co., un importante intermediario financiero de New York y de Bacbook and Brown un banco de inversiones de San Francisco.

Fondos de Pensiones Podrán Invertir en Efectos de Comercio

● Comisión Clasificadora de Riesgo acordó los procedimientos de clasificación.

Ayer se dio un nuevo paso en orden a materializar la inversión de los Fondos de Pensiones en efectos de comercio, al acordar la Comisión Clasificadora de Riesgo los procedimientos de clasificación de estos instrumentos.

La siguiente etapa consiste en que los efectos de comercio una vez inscritos en el registro de valores podrán ser clasificados por la Comisión a fin de ser posteriormente adquiridos con los recursos de los Fondos de Pensiones.

Hasta un 10 % del Fondo de Pensiones equivalente a alrededor de 900 millones de dólares podrá ser adquirido por las AFP en estos efectos de comercio representativos de letras de cambio o pagarés, con plazo de vencimiento no superior a un año, desde su inscripción en el registro de valores, no renovables.

El monto de inversión de los recursos de los Fondos de Pensiones en efectos de comercio no puede exceder el 10 % del valor de cada fondo. Sin embargo, el Banco Central de Chile puede modificar dicho límite a un valor superior.

El acuerdo adoptado por la Comisión Clasificadora de Riesgo respecto a los procedimientos de clasificación de los efectos de comercio fue publicado ayer en el Diario Oficial. Este establece que dichos instrumentos se clasificarán en categoría A, B, C, D ó E de riesgo, en consideración a la solvencia del emisor, las características de los títulos y la liquidez de éstos en el mercado.

Según la norma de caracter general Nº 30 de la Superintendencia de Valores y Seguros, estos instrumentos deben tener un monto individual y corte mínimo por título igual o superior a 2.000 UF al día de su colocación y pueden contemplar distintas modalidades.

José Antonio Jara

Inversión Habitacional

Septbre 1991

Señor Director:

El domingo 28 de julio del presente se publicó un artículo en la sección "Economía y Negocios" que dice relación con las AFP y los bancos. A un obrero como el suscrito le ha llamado la atención la cantidad de dinero acumulado mes a mes por las 14 AFP; y me sorprende aún más cuando apunta "Faltan títulos para comprar... es la queja que normalmente se escucha..."

En este hermoso y fascinante juego de los negocios es posible que sólo se pueda invertir "en papeles títulos" como dirán los más entendidos sobre la materia. Yo me pregunto: ¿Por qué no invertir en el programa habitacional y así sumarse al progreso del país? Pienso que la industria habitacional chilena pasa sin problemas "el test de la blancura". Si las AFP invierten, sus imponentes respirarían tranquilos, ya que sus ahorros estarían invertidos en algo tangible. Además, su AFP y sus ahorros darían un impulso tal que se pondría en marcha todo un desarrollo industrial, nueva fuerza laboral, ya que las industrias trabajarían al ciento por ciento de su capacidad productiva y, por lógica, nuevos imponentes a las AFP. Según datos recopilados, habría un 30 por ciento de los afiliados, cuyas edades oscilan entre los 25 y 30 años, que no "tienen vivienda". Si este imponente tiene a su haber un monto de $ 1.500.000, de este saldo, con previa autorización del afectado y postulante a "vivienda", se le descontará hasta una suma cercana a $ 500.000 (unas 35 a 40 UF). Además, automáticamente las AFP quedarían autorizadas para descontarles de sus sueldos 2 UF, que es el arriendo normal que se paga en el país. El Estado chileno seguiría con su programa de subsidio habitacional, y si el postulante sale favorecido se le rebajaría de su saldo acreedor.

Me creerá, señor Director, que esta simple medida o decisión de las AFP traería una paz y tranquilidad social fácil de medir o palpar, ya que nos sentiríamos seguros de nosotros mismos, y planificaríamos la familia, a la espera de una dulce vejez. Renacería la clase media que por muchos años le dio estabilidad política al país.

Luis Olivares V.
C. de I. 2.582.506-3

EL MERCURIO — Jueves 3 de Octubre de 1991

EL MERCURIO

FUNDADO POR AGUSTIN EDWARDS

Inversiones de AFP en Acciones

La reglamentación que regula las inversiones de los fondos de pensiones establece que éstos no pueden destinar más del 30 por ciento de los recursos acumulados a la tenencia de acciones. De acuerdo con antecedentes dados a conocer, los fondos administrados por algunas AFP habrían llegado ya al límite autorizado, mientras que varios otros estarían próximos a hacerlo.

El fuerte crecimiento que han tenido los fondos de pensiones en el país durante el último tiempo responde en parte importante a la acumulación natural de cotizaciones que se va produciendo, pero especial gravitación ha tenido el incremento de las cotizaciones bursátiles de la mayoría de los títulos accionarios. Cabe tener presente que la rentabilidad promedio del sistema correspondiente a los últimos 12 meses supera el 30 por ciento en términos reales, lo cual, a su vez, se explica en un grado importante por el alza que han experimentado los precios de las acciones.

El interés que han mostrado las AFP por invertir en títulos accionarios una parte de los recursos de sus afiliados que ellos manejan se explica por la rentabilidad que han exhibido los primeros, y por la intención de alcanzar una más adecuada diversificación del riesgo de la cartera de inversiones. También ha tenido un efecto de gran significación la sola revalorización de los títulos que se habían adquirido con anterioridad.

El hecho de que las inversiones en acciones por parte de los fondos de pensiones se encuentren ya copadas en algunos casos y que estén próximas a serlo en otros, da pie para pensar en la eventual conveniencia de modificar el indicado límite de 30 por ciento para este género de inversiones. Para esto bastaría un acuerdo del Banco Central, ya que la ley establece que el instituto emisor puede autorizar invertir en esta clase de valores hasta el 40 por ciento de la cartera. A pesar de que las regulaciones obedecen a algún criterio, no siendo aconsejable como principio el que cada vez que se va a sobrepasar el límite se proponga que éste sea modificado, en este caso particular el límite de 30 por ciento parece demasiado menguado. Al respecto, conviene tener en cuenta que los fondos de pensiones de otras economías mantienen invertido en títulos accionarios un porcentaje superior.

El Banco Central ha hecho uso en otras oportunidades de esta facultad que le confiere la ley, y es una idea razonable el que se modifique la regulación en la dirección que se ha comentado. No hay que olvidar que, en definitiva, lo que importa es el criterio con que actúan las propias AFP más que el límite máximo como tal. Así, no es claro que por el solo hecho de ampliar el límite va a continuar el proceso de adquisición de títulos accionarios. Detrás de la decisión de inversión de cada AFP hay un análisis de lo que significa cada opción, tomando en cuenta que se trata de inversiones de largo plazo y no de una especulación de corto plazo.

El problema que se presenta con el límite actual es que, independiente de que continúe o no el proceso de compra de nuevos títulos por parte de estos inversionistas institucionales, el solo aumento en el precio que se está produciendo en los instrumentos ya adquiridos implica sobrepasar dicho límite, con lo cual se hace imperioso proceder a liquidar tales inversiones.

La situación que se observa, en cuanto al significado que tiene el hecho de alcanzarse los límites máximos de inversión en este caso, trae nuevamente al tapete de la discusión la necesidad de que se amplíen con prontitud las oportunidades de inversión en otros instrumentos. La posibilidad de hacerlo en proyectos que no tienen historia y la facultad para adquirir títulos en el exterior, por citar dos ejemplos, se han estado debatiendo por largo tiempo, sin que todavía se promulgue la reglamentación pertinente. Por el bien de los propios afiliados, sería de la más alta conveniencia que se aceleraran las decisiones en este campo.

Inversiones de las AFP en el extranjero se iniciarían a comienzos del próximo año

Tres son los reglamentos que se deben dictar, para que entre plenamente en vigencia la ley N° 18.964, que permite la inversión de capitales de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) en el extranjero.

Estos deben provenir de la **Superintendencia de AFP, del Banco Central y de la Comisión Clasificadora de Riesgos** de estas administradoras.

Según supo "La Segunda" estas normas se están elaborando, por lo que se estima que dichas inversiones podrían concretarse **a partir de enero o febrero de 1992.**

El reglamento correspondiente a la parte operativa de la ley lo debe dictar la propia superintendencia. En éste se definirán los instrumentos en que se invertirá, así como la forma cómo se efectuará dicha operación y dónde quedará en custodia el título respectivo, entre otros aspectos.

A su vez, el Banco Central establecerá las normas que dicen relación con el acceso al mercado cambiario.

Por su parte, a la Comisión Clasificadora de Riesgos de las AFP le corresponde la normativa que proteja estas inversiones, para lo cual requiere que el instituto emisor publique los instrumentos de inversión y su clasificación.

Tope máximo: 10% de los fondos al sexto año

De acuerdo con información entregada por fuentes allegadas a las AFP una vez puesta en vigencia la citada ley, las administradoras **podrán invertir en el exterior hasta un 1% de sus fondos durante el primer año;** lo que se irá incrementando en un 1% en los años siguientes, hasta llegar al quinto. A partir de ese momento, regirá un **tope máximo permitido de 10%.**



Julio Bustamante, superintendente de AFP

Los tipos de instrumentos

Según se informó, en estos momentos el Banco Central en conjunto con la Superintendencia de AFP están definiendo en qué tipo de instrumentos se harán estas inversiones en el mercado externo.

Sobre el punto, la ley establece cuales son los tipos de instrumentos y las condiciones que deben cumplir. **"Específicamente el artículo 45 del DL 3.500 señala que serán títulos de crédito, valores o efectos de comercio emitidos o garantizados por Estados extranjeros, Bancos Centrales o entidades bancarias extranjeras o internacionales que estén aprobados por la Comisión Clasificadora de Riesgos y que se transen diariamente en los mercados internacionales".**

De esta manera, se exceptúan instrumentos emitidos por empresas productivas, a no ser que tuvieran alguna garantía de parte de un Estado o Banco Central extranjero.

Respondiendo otra consulta, los informantes precisaron que en el mercado interno no están copadas las inversiones de los fondos de las AFP, como lo señalan algunos. A modo de ejemplo, indicaron que las AFP pueden invertir en bonos de empresas hasta un 50% de sus fondos y hoy no supera el 16%.

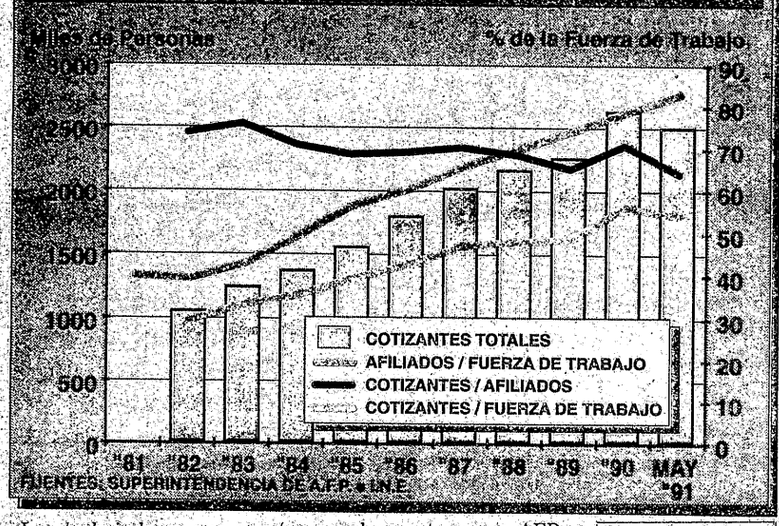
En todo caso, nuestras fuentes consideraron que la apertura de las AFP hacia el exterior podría "despresionar" el efecto precios observado últimamente en el mercado accionario.

Sin embargo, destacaron que las AFP incursionarán con gran cautela en los mercados externos. En primer lugar, porque les serán desconocidos y además está el tope del 1% durante el primer período. Por lo cual, aseguran, **"en el corto plazo no habrá un efecto importante".**

EL MERCURIO — Viernes 1 de Noviembre de 1991

Economía en Gráficos

COTIZANTES TOTALES SISTEMA A.F.P. CHILE
(A DICIEMBRE DE CADA AÑO)



Los trabajadores que aportan regularmente a una AFP se llaman cotizantes. Se aprecia que la cobertura previsional medida según la proporción de cotizantes respecto de la Fuerza de Trabajo (F.T.) ha aumentado continuamente en estos años, excepto en mayo de 1991, lo que puede deberse a causas estacionales. El resto de los datos corresponde a diciembre de cada año. Los cotizantes representan, en promedio, cerca de un 70 % de los afiliados y un 55 % de la F.T. En 1982 los cotizantes llegaban a un 29 % de la F.T. Si se toman los datos de diciembre de 1990 se obtiene que los afiliados alcanzaban a un 79 % de la F.T. mientras que los cotizantes sólo eran un 56 %. ¿A qué corresponde el 23 % de diferencia? Como se mencionó antes, se estima que una parte importante de dicha discrepancia se debe a que las estadísticas de afiliados incluyen a gente que se retiró de la F.T. Para ilustrar esto puede decirse que el número de cuentas individuales que no habían tenido movimiento en más de un año era 860 mil, es decir, un 18 % de la F.T. Por más de dos años estaban sin movimiento 604 mil cuentas, casi un 13 % de la F.T. Parece razonable suponer que si la cuenta no ha tenido movimiento por tanto tiempo la persona ya no sigue trabajando en el sector formal. Por su parte, según el INE, en esa fecha el desempleo era de un 5,7 % de la F.T. Por lo tanto, los que no cotizan regularmente pueden estimarse en torno al 5 % de la F.T., excluyendo a los desempleados.

CLARO y asociados
INGENIEROS Y ECONOMISTAS

EL MERCURIO — Martes 5 de Noviembre de 1991

EN RELACION CON SUPUESTO MONOPOLIO ELECTRICO:

Super de AFP Estima Inconveniente Proposición del Fiscal Económico

● En oficio enviado por la autoridad fiscalizadora del sector previsional al presidente de la comisión resolutiva, Enrique Zurita, indica que las administradoras no sólo deben interesarse por la gestión de las empresas en que se inviertan recursos del fondo que administra, sino que la ley le impone una obligación de participar activamente en dicha gestión, ejerciendo su derecho a voto en la elección del directorio de la empresa de que se trate.

El pasado 24 de octubre el Superintendente de AFP, Julio Bustamante, envió un oficio al presidente de la Comisión Resolutiva Antimonopolio en que se manifiesta contrario a las proposiciones que, en relación al tema de una supuesta concertación monopólica en la elección del directorio de Endesa, hizo el Fiscal Nacional Económico, Gilberto Villablanca.

El Superintendente Bustamante indica en su nota que las Administradoras de Fondos de Pensiones "no sólo deben interesarse por la gestión de las empresas en que se inviertan recursos del Fondo que administra, sino que la ley le impone una obligación de participar activamente en dicha gestión, la que naturalmente puede ejercerse de una manera más efectiva, ejerciendo su derecho a voto en la elección del Directorio de la empresa que se trate".

Previamente, el Fiscal Económico había solicitado al Gobierno que patrocinara un proyecto de ley que modificara las disposicioines en relación a la participación que cabía a las AFP en las elecciones de directorio de las compañías en que estas entidades tenían invertidos recursos del Fondo de Pensiones que administran. La modificación propuesta por el Fiscal era prohibir a las AFP intervenir en la administración de las sociedades anónimas o empresas en que los fondos participen como propietarios a través de la tenencia de acciones, así como adoptar acuerdos entre ellas y otros accionistas para elegir directores en dichas sociedades.

Afirma el Superintendente que la obligación de concurrir votando en las juntas de accionistas por parte de las AFP se deriva de que los recursos que administra son ajenos y pertenecen a los afiliados, configurándose una suerte de mandato entre estos y la administradora a la que se encuentran incorporados. Así, continúa la autoridad fiscalizadora previsional, a la AFP le corresponde como función primordial administrar fondos que se le entregan de la manera más eficiente posible, para lo cual se requiere necesariamente tener acceso a través de personas que considere idóneas a la administración de las empresas en que ha invertido dichos fondos.

Al restringir la participación de las administradoras, prohibiéndoseles elegir directores de empresas en que participan con recursos del Fondo, se está limitando el ejercicio de un derecho propio de los accionistas y limitando también un interés legitimo, como es dirigir las empresas en que tengan participación accionaria, que de ser eficaces influyen positivamente en la rentabilidad y seguridad de los Fondos, "objetivo único de las administradoras", continúa la nota de Julio Bustamante.

Según indica el Superintendente de AFP, las proposiciones del Fiscal Económico en orden a prohibir a las administradoras participar en la elección de directores, lejos de otorgar ventajas acarrea varios inconvenientes, como es el riesgo que accionistas minoritarios accedan a un directorio sin tener una participación accionaria original que se los permita.

Por último, el Superintendente manifiesta al presidente de la comisión resolutiva antimonopolios, Enrique Zurita, que el nuevo sistema de pensiones es administrado por instituciones de carácter privado y por ende a su respecto rigen las normas y principios de ese sector, por lo que limitar la gestión de las AFP en los términos propuestos por el Fiscal significa intervenir en un área que a juicio de ese organismo está fuera de la normativa y fundamentos del sistema, por cuanto toda norma que tienda a impedir la formación de grupos monopólicos utilizando un mecanismo que limite el objetivo legitimo de las administradoras, cual es el de preocuparse del destino que tienen los recursos de los fondos de pensiones invertidos en empresas o sociedades anóniams, afectará de alguna manea al nuevo sistema de pensiones.

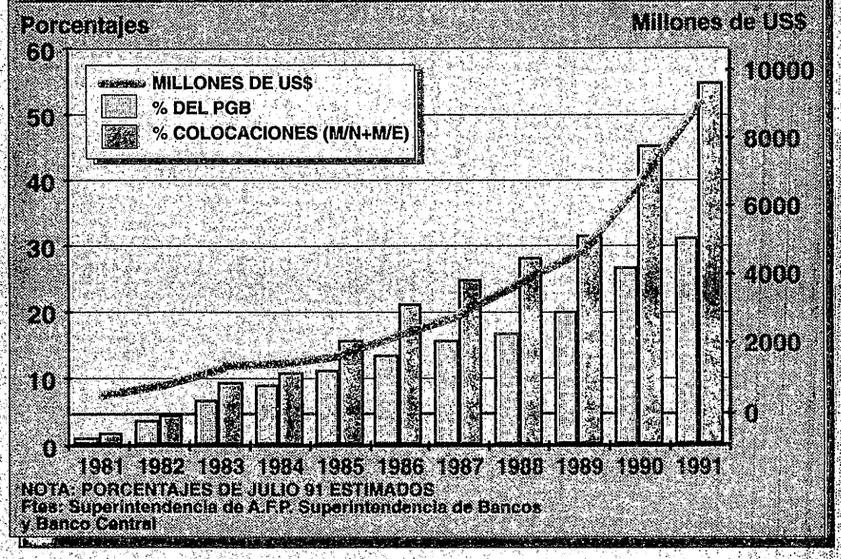
Así, concluye la nota del Superintendente Bustamante, no se divisa inconveniente para que una AFP pueda elegir directores de una empresa de la que sea accionista; al contrario, considera que tal medida resulta un buen mecanismo de control y participación en la empresa, la que en términos generales se traduce en una protección de dicha inversión.

EL MERCURIO — Martes 5 de Noviembre de 1991

Economía en Gráficos

EVOLUCION FONDOS DE PENSIONES EN CHILE

(A Diciembre de cada año)



NOTA: PORCENTAJES DE JULIO 91 ESTIMADOS
Ftes: Superintendencia de A.F.P. Superintendencia de Bancos y Banco Central

Como era de esperar, los Fondos de Pensiones han acumulado importantes montos de recursos debido a que en sus inicios el nuevo sistema previsional no debe pagar pensiones y, por lo tanto, reúne reservas para las ventas que deberá pagar en el futuro. Mientras mayores sean los fondos acumulados, mayores serán las futuras pensiones. Como se ve, a julio de 1991 había casi 9 mil millones de dólares, lo que representa más de un 30 % del P.G.B. y más de un 50 % de las colocaciones totales del sistema financiero, en moneda nacional y extranjera. Dichos indicadores ilustran el gran tamaño relativo que han adquirido estos ahorros obligatorios de los trabajadores, los que seguirán creciendo en los próximos años, aunque cada vez menos en la medida que el sistema empiece a pagar un mayor número de pensiones. Debe tenerse cuidado al expresar las cifras en dólares debido a que la serie histórica varía según la evolución del tipo de cambio. Por ejemplo, entre 1981 y 1986 el fondo aumentó de US$ 305 millones a US$ 2.130 millones, es decir 7 veces. Por su parte de 1986 a 1991 (julio), el fondo creció 4,2 veces en dólares. Sin embargo, al considerar los valores en pesos reales (o en U.F.) se obtiene que entre 1981 y 1986 los fondos se multiplicaron 13,4 veces mientras que en 1986 y 1991 lo hicieron en 3,1 veces. Esto se explica debido a que el tipo de cambio real respecto al dólar se duplicó entre 1981 y 1986, vale decir, el dólar subió en 100 %, y porque ha caído en un 7 % desde ese entonces a la fecha.

CLARO y asociados
INGENIEROS Y ECONOMISTAS

Chile, Viernes 15 de Noviembre de 1991

EN AÑO FINALIZADO EN OCTUBRE:

42,8 % de Rentabilidad Real Obtuvo Fondo de Pensiones

● Es el mayor nivel anotado en doce meses desde la creación del sistema, hace diez años, y se registró a pesar de la baja en el mercado accionario durante el mes pasado.

La mayor rentabilidad real en un año móvil consiguió el Fondo de Pensiones, que considera los recursos previsionales de las trece administradoras en operación en el mercado, al anotar 42,8 % al cierre de octubre pasado, registrándose este nivel record a pesar de la baja en los títulos accionarios en octubre.

Esta elevada rentabilidad supera significativamente las anotadas en años calendario desde la creación del sistema, donde la más alta fue la de 1982, que llegó a 28,5 %. Después la de 1983 con 21,2 %; y 1990, con 15,6 %.

En tanto, la rentabilidad promedio acumulada en términos reales, desde la creación del sistema hace diez años a octubre último, llega a 15,2 %.

Según fuentes del mercado, la menor rentabilidad del Fondo de Pensiones que se ha anotado en las últimas semanas y que en octubre fue de 4,6 % debido fundamentalmente a inversión en títulos accionarios es una situación puntual y debe considerarse su variación en períodos más prolongados debido a que estos institucionales tienen inversiones a largo plazo.

El fondo de pensiones que anotó la mayor rentabilidad real a fines de octubre pasado fue Magister, con un 50 %, seguido de Protección, con 47,8 %; y AFP Summa, con 47,7 %. Después se ubicaron Planvital, con 46,6 %; Futuro, con 46,1 %; y El Libertador junto a Unión, ambos fondos de pensiones con 45,4 %. Luego continuaron Cuprum, con 44,1 %; Santa María, con 43,8 %; y Habitat con 43,3 %. Los restantes fondos de pensiones anotaron en el caso de Invierta, 41,6 %; Concordia, 41,3 %; y Provida, 36,4 %.

RECURSOS DEL FONDO

Por otra parte, el nivel de recursos acumulados por el Fondo de Pensiones, que comprende las trece administradoras de fondos de pensiones en operación en el mercado, aumentó en el mes de octubre en 182 millones de dólares y llegó a 9.960,7 millones de dólares.

No obstante, entre agosto y septiembre último había crecido 614 millones de dólares, al elevarse desde 9.164 millones de dólares a 9.778 millones de dólares en septiembre último.

En cuanto al nivel a octubre pasado, a esa fecha el fondo de pensiones que acumulaba mayores recursos era Provida con 2.378,6 millones de dólares, y un 23,8 % del total del sistema. Después se ubicó Santa María con 1.815,5 millones de dólares, y una participación de 18,23 %; y Habitat con 1.716 millones de dólares y un 17,23 %. Más atrás siguieron Summa con 1.043 millones de dólares y 10,47 %; Unión con 831 millones de dólares y 8,34 %; y Cuprum con 829 millones de dólares y 8,32 %.

CARTERA DE INVERSION

En otro plano, al 31 de octubre último la cartera de inversión de los Fondos de Pensiones se encontraba en un 33,79 % en pagarés reajustables del Banco Central por un equivalente a 1,2 billón de pesos. Mientras que el otro 25,42 % se había orientado a acciones, correspondiendo a una cifra de 916.485 millones de pesos.

En el caso de las letras de crédito emitidas por instituciones financieras y el Ministerio de la Vivienda, a ellas se orientaron 464.326 millones de pesos equivalentes al 12,88 % de la cartera de inversión de los Fondos de Pensiones.

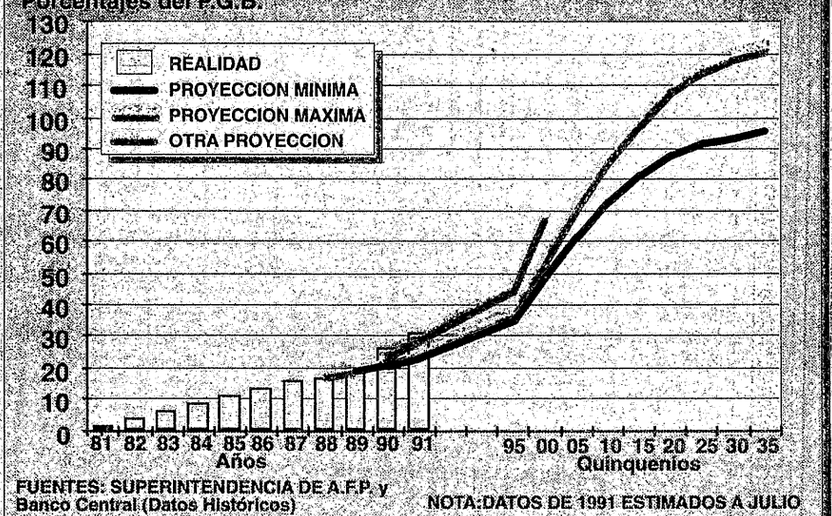
En tanto, a bonos de empresas públicas y privadas se orientaron 387.602 millones de pesos, que representan el 10,75 % de la cartera de inversión de los fondos al cierre de octubre último.

EL MERCURIO -- Miércoles 6 de Noviembre de 1991

Economía en Gráficos

PROYECCION FONDOS DE PENSIONES EN CHILE

(Como % del Producto Geográfico Bruto)



FUENTES: SUPERINTENDENCIA DE A.F.P. y Banco Central (Datos Históricos)

NOTA: DATOS DE 1991 ESTIMADOS A JULIO

CLARO y asociados
INGENIEROS Y ECONOMISTAS

Para apreciar el tamaño relativo de los Fondos de Pensiones (FP) generalmente se les compara con el PGB. Debe anotarse que esta comparación relaciona una variable de acumulación o de stock, los FP, con otra de flujo o de resultado anual, el PGB. Tal vez sería más correcto comparar los FP con otra variable de stock relevante, como el tamaño del mercado de capitales, las colocaciones del sistema financiero, u otra. La ventaja del PGB es que es la variable macroeconómica más conocida. Además, los FP y el PGB son variables bastante independientes por lo que estimar este porcentaje involucra proyectar ambas. En el gráfico se muestran los datos reales y las estimaciones de dos proyecciones realizadas hace algunos años. Se comparan los valores reales con los proyectados en los años correspondientes. La primera, más antigua, considera un rango definido por un mínimo y un máximo y calculaba que en 1991 los FP representarían un 24 % del PGB. La otra proyección, posterior, llegaba a que los FP serían un 29 % del PGB. Como se ve, los FP llegan a un 31 % del PGB por lo que ambas proyecciones entregaron resultados subestimados. La razón se debe, entre varias, a las altas rentabilidades que han tenido los FP. Para 1995 la proyección más antigua estima que los FP serán entre un 35 % y un 37 % del PGB. La más nueva proyecta un 45 %. En el año 2000 el primer rango es de un 40 % a un 54 % mientras que la nueva proyección llega a un 68 %. Los FP tendrán un tamaño similar al PGB hacia el año 2015.

16 de Noviembre

Moción para que las AFP Creen Fondo de Ahorro Habitacional

● Iniciativa establece la posibilidad de que el cotizante de una administradora haga imposiciones extraordinarias destinadas a adquirir una vivienda.

Una moción que propone crear un mecanismo para que las Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP, puedan administrar el ahorro que hagan los imponentes para fines habitacionales, presentó el senador por la VIII Región, Arturo Frei Bolívar, del PDC.

La iniciativa del parlamentario, establece la posibilidad de que el cotizante de una AFP haga imposiciones extraordinarias destinadas a formar un Fondo de Ahorro Habitacional. El ahorro le será descontado por planilla por el empleador y enterada, conjuntamente con el resto de las cotizaciones, en la AFP, según la moción del senador DC.

Plantea que el fondo será administrado por la institución en forma semejante como ésta administra el resto de los fondos previsionales y señala que el trabajador puede voluntariamente suspender, cuando lo estime conveniente, el ahorro habitacional, pudiendo retirar el fondo en forma totalmente libre.

Indica, asimismo, que el trabajador podrá agregar a su fondo el subsidio estatal para la vivienda, de manera que sumando valores, más los fondos propios de que disponga, pueda constituir un ahorro previo, que le permita acceder al crédito hipotecario.

El proyecto complementa el financiamiento de la vivienda con la creación de un sistema de créditos hipotecarios que puedan proporcionar las AFP, que quedarán facultadas para emitir letras de crédito hipotecarias, en forma similar a la autorización que tienen actualmente los bancos.

A juicio del senador Frei Bolívar esto permitiría que las AFP puedan colaborar en el sistema de financiamiento habitacional, sin necesidad de tener que disponer de recursos líquidos, lo que las obligaría a liquidar inversiones y rompería el sistema de equilibrio de las mismas.

Expresa la moción parlamentaria que todo trabajador que cumpla con los requisitos que establezca la ley y la respectiva AFP tendrá derecho a solicitar a la institución que le entregue un certificado que expresa que tiene derecho a un crédito habitacional, con el cual, más el subsidio, podrá comprometer la

nes y la recuperación está resguardada por la renta adecuada para servir dividendos, descuento por planilla de los mismos y el procedimiento de ejecución en caso de mora asegura la recuperabilidad del préstamo y al mismo tiempo mantiene la inembargabilidad de los fondos previsionales.

El proyecto en cuestión propone eximir de impuestos a los mutuos hipotecarios, establecida en el D.L. 3.475.

En las AFP:

Inquietud por Salud de la Tercera Edad

El presidente de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones AG, Sergio Baeza Valdés, manifestó su inquietud por las declaraciones del director del Fondo Nacional de Salud Pública, Rubaldo Oliveros, en el sentido de que Fonasa deba administrar las eventuales cuentas de ahorro para la salud de la tercera edad, en beneficio de los usuarios del Fondo Nacional de Salud.

Sergio Baeza expresó que "el proyecto de crear tal fondo ya es malo en sí por cuanto perjudica ahora a un gran grupo de personas a cambio de beneficiar a unas pocas en treinta años más. Si a esto se le agrega ahora la proposición del director de Fonasa se lo transforma en algo mucho peor".

Agregó que "particularmente preocupante resulta que dicho alto funcionario, nombrado por el Presidente de la República, propugne usar dineros que unas personas aportarían para sus propios gastos futuros de vejez en beneficio inmediato de otras personas distintas".

Confío, expresó Baeza, en que se trate de una mala transcripción de las declaraciones del señor Olivares o de un mal entendido, porque de lo contrario se estaría proponiendo oficialmente una expropiación de cuentas individuales, cosa que preocupa muy seriamente

EL MERCURIO -- Sábado 16 de Noviembre de 1991

Economía en Gráficos



En el gráfico se aprecia que las ventas de seguros de vida en nuestro país se han incrementado fuertemente en estos años. En efecto, las primas directas llegaron a 20,75 millones de U.F. en 1990 frente a U.F. 7,53 millones que hubo en 1984. Véanse las barras de la escala derecha. Esto representa un crecimiento de un 18,4 % anual en términos reales o, como se observa en las líneas en la escala izquierda, significa que las ventas crecieron desde un nivel 100 en 1984 a 276 en 1990. Al analizar los grandes rubros se comprueba que los seguros ligados al nuevo sistema previsional explican gran parte de este crecimiento ya que de un nivel 100 en 1984 subieron a 331 en 1990, es decir, aumentaron en un 22 % anual, mientras que los seguros de vida tradicionales sólo llegaron a 147 en 1990, partiendo de la misma base 100 en 1984. Esto representa un 6,6 % de incremento por año. Recuérdese que los seguros de las A.F.P. incluyen el seguro de invalidez y sobrevivencia y las pensiones vitalicias. Por su parte, entre los mismos años (1984 a 1990) el P.G.B. creció en un 5,5 % anual por lo que los seguros de vida tradicionales han mantenido una evolución "normal" pero los seguros previsionales han crecido a un ritmo 4 veces mayor que el resto de la economía. No es de extrañar, pues, que haya varias compañías de seguros nuevas ingresando al mercado y que las actuales estén reforzando sus estrategias comerciales, en particular su publicidad y su fuerza de ventas.

CLARO y asociados
INGENIEROS Y ECONOMISTAS

Santiago de Chile, Lunes 18 de Noviembre de 1991

Gobierno Estudia Proyecto:

Las AFP Podrán Ampliar Sus Inversiones

- Según fuentes de Gobierno, la iniciativa permitiría el financiamiento de obras públicas a través de los Fondos de Pensiones.
- Superintendente de AFP reconoció que existe la voluntad de las autoridades de hacer efectivo este proyecto.
- En el sector privado se destacó los positivos aspectos de la iniciativa.

El Gobierno estudia la posibilidad de permitir que los fondos acumulados en las Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP, puedan ser invertidos en el financiamiento de proyectos por concesiones, dentro del programa de infraestructura que se anunció hace algunos meses.

Este tema se abordó en el encuentro que el viernes pasado sostuvo un grupo de empresarios con los Ministros de Hacienda, Alejandro Foxley; Economía, Carlos Ominami; Secretario General de la Presidencia, Edgardo Boeninger, y Secretario General de Gobierno, Enrique Correa.

En la citada reunión que organizó el Centro de Estudios Públicos, CEP, empresarios vinculados a las AFP manifestaron su interés en invertir en infraestructura, especialmente en el área de transportes, como el Metro.

Al término del mencionado encuentro, el Ministro Foxley se refirió al tema en declaraciones a una radioemisora capitalina. Concretamente, expresó la disposición de las autoridades por buscar y encontrar una fórmula que permita a las AFP ampliar su capacidad de inversión. Adelantó que un proyecto sobre la materia podría ser enviado en algunas semanas al Congreso Nacional.

Por otro lado, el Consejo Nacional de la Cámara Chilena de la Construcción, que se reunió en Valdivia entre los días 7 y 9 de noviembre pasado, acordó plantear al gobierno la necesidad de agilizar la redacción del reglamento de la Ley de Concesiones para que se transforme en una herramienta eficaz de desarrollo de la infraestructura del país, y propiciar la modificación de la normativa vigente para que inversionistas institucionales, como las AFP, puedan participar en el financiamiento de proyectos por concesiones.

En tanto, el superintendente de AFP, Julio Bustamante, reconoció ayer que efectivamente el Ejecutivo está es-

(Continúa en la página A 15)

EL MERCURIO — Lunes 18 de Noviembre de 1991

Las AFP Podrán

(De la página A 1)

tudiando nuevas alternativas de inversión para fondos de pensiones, considerando el nivel de crecimiento que ellos tienen y la necesidad de ir adecuando la cartera de los mismos a los requerimientos y al desarrollo del mercado de capitales.

Expresó que, una vez analizadas estas nuevas opciones de inversión por parte de la Superintendencia de AFP, las autoridades de Gobierno determinarán si las presentan como proyecto.

Indicó que dentro de estas alternativas de inversión existe la posibilidad de participar en el financiamiento de proyectos nuevos o proyectos sin historia. Al respecto, explicó que en la actualidad las AFP, por la vía de bonos o de otro tipo de instrumentos, no pueden financiar proyectos que no tengan una historia de tres años al menos.

De esta manera, prosiguió, hoy está en estudio la forma cómo, con los mecanismos de resguardos y garantías que los fondos requieren, pueda buscarse algún mecanismo para que éstos puedan participar financiando estos proyectos sin historia.

"Dentro de éstos estamos considerando grandes proyectos o megaproyectos entre los cuales también incluimos, además de aquellos relacionados con el ámbito minero, telecomunicaciones, eléctricos, o el de la celulosa, entre otros, la posibilidad de incluir los relacionados con el área de las obras públicas", dijo.

Bustamante aclaró que, en todo caso, las AFP no pueden participar en forma directa en ningún tipo de financiamiento, indicando que sólo pueden hacerlo a través de instrumentos financieros (bonos, acciones preferentes o bonos convertibles).

"Las AFP son intermediarias financieras. No se van a dedicar ellas, como empresas, a construir edificios o caminos, porque su giro es la administración de recursos financieros para las futuras pensiones de los afiliados al sistema. De esta manera —enfatizó— nos interesa la seguridad y la rentabilidad de los mismos".

Bustamante expresó, finalmente, que cualquier alternativa que no altere el objeto final del sistema es factible de ser estudiada y analizada. "El Gobierno tiene claro este punto. Nadie pretende alterar el objeto de los fondos de pensiones", concluyó.

Por su parte, respecto de esta iniciativa, el gerente general de la AFP Provida, Albert Cussen, manifestó que se trata de un proyecto positivo ya que abre una alternativa más de inversión para las administradoras de fondos de pensiones.

"Como toda inversión, obviamente cada uno de los proyectos en que se pueda invertir tendrá que ser debidamente analizado. Pero el concepto de que las AFP pueden invertir en obras que signifiquen el desarrollo del país es muy positivo", advirtió.

Cussen mencionó, a modo de ejemplo, la propuesta del Ministerio de Obras Públicas de hacer un túnel en la cuesta El Melón. "De acuerdo a las cifras preliminares entregadas por el Ministerio, podría tratarse de una inversión muy rentable ya que los usuarios pagarían un peaje al usar dicho túnel, ahorrándose el costo de pasar por la cuesta".

"Las AFP podrían financiar estos proyectos si ellos representan una buena inversión para los fondos de los afiliados", comentó.

que la población sitiada de Vukovar se rendiría si el ejército encabezado por los serbios garantiza allí la seguridad de los civiles.

Señaló en un comunicado que pidió al ejército que establezca una zona neutral para proteger a los civiles de las fuerzas irregulares serbias, que teme tengan poca piedad con los croatas capturados.

Mientras tanto, el diplomático estadounidense Cyrus Vance, enviado especial del Secretario General de la Organización de las Naciones Unidas, Javier Pérez de Cuéllar, llegó hoy a Yugoslavia para una visita de siete días y solicitó a las partes en conflicto que detengan los enfrentamientos para que las fuerzas de mantenimiento de la paz puedan ser desplegadas en el país azotado por la guerra civil.

TEMEN UNA MASACRE

El gobierno croata pidió el domingo al Ejército federal yugoslavo que "salve a la población civil" de Vukovar de la acción de los milicianos autonomistas serbios.

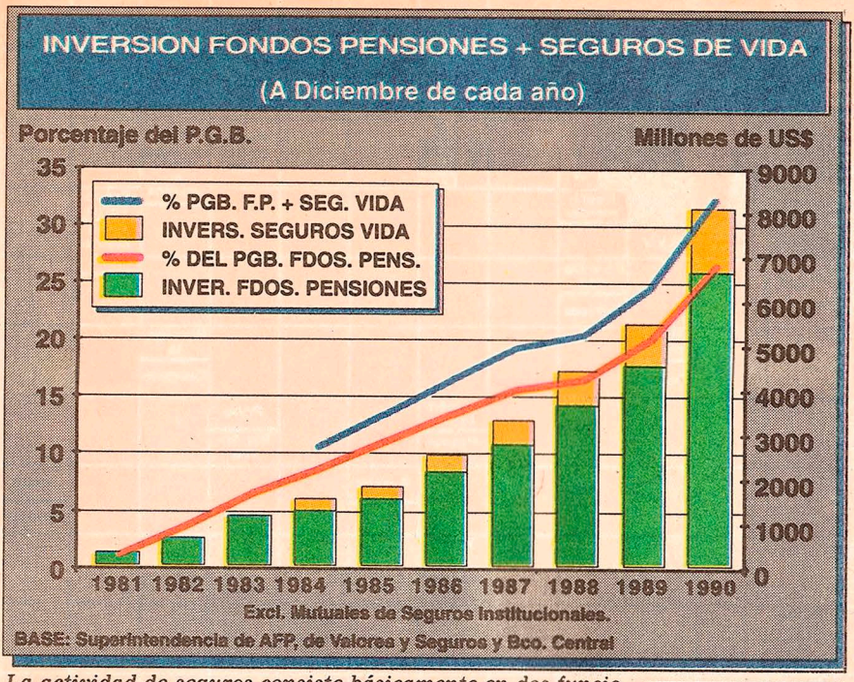
En una declaración oficial dirigida al ministro yugoslavo de Defensa, general Veljko Kadijevic, y al Viceministro, almirante Stane Brovet, Zagreb advertía, "si no fueran salvados los habitantes inocentes de Vukovar, nadie podría garantizar la seguridad de los oficiales y soldados yugoslavos en Croacia".

"La matanza de la población de Vukovar sería el principio de un caos cuyo final sería difícil prever", agregaba el comunicado.

El gobierno del Presidente croata, Franjo Tudjman, se había reunido urgentemente esta mañana para estudiar la "crítica situación" de la ciudad, asediada y a punto de caer. A la salida, se había anunciado la inminente publicación de una declaración.

Varios representantes del gobierno croata entraron igualmente en contacto en Zagreb con la misión de observación de la Comunidad Económica Europea (CEE), así como con el general yugos-

Economía en Gráficos



La actividad de seguros consiste básicamente en dos funciones: distribuir los riesgos de siniestros en grandes poblaciones, en la que cada compañía tratará de tener una cartera de clientes con la menor siniestralidad posible; y constituir y administrar las debidas reservas matemáticas (inversiones) para responder por los siniestros asegurados. Por lo tanto, a mayor actividad de seguros mayores serán las inversiones (reservas) necesarias. Siguiendo el fuerte crecimiento de ventas de seguros de vida se han acumulado importantes montos de recursos como reservas de estas compañías. Dado que la evolución de los seguros de vida responde principalmente a los seguros de las A.F.P., se concluye que la reforma previsional ha generado dos fuentes de ahorro interno (privadas) de gran magnitud: los fondos de pensiones (F.P.) y las reservas de las aseguradoras, las que se muestran en el gráfico. Como se ve, las reservas de los seguros eran un 2 % del P.G.B. en 1984, valor que llegó a casi un 6 % en 1990. En dólares éstas se incrementaron de 305 millones a 1.500 millones en diciembre de 1990. En consecuencia, la suma de los F.P. y de las inversiones de las aseguradoras llegaba a US$ 8.150 millones en 1990. Véanse las barras en la escala derecha. Este monto equivalía a un 32 % del P.G.B. (líneas de la escala izquierda). Como se dijo, los F.P. a junio de 1991 llegaban a cerca de un 31 % del P.G.B. por lo que si les suman las inversiones de las aseguradoras es probable que el ahorro total se acerque al 40 % del P.G.B.

CLARO y asociados
INGENIEROS Y ECONOMISTAS

SEGUN SANTIAGO BERGUECIO:

Exigencia de Rentabilidad Mínima No Ha Presionado A los Fondos de Pensiones

● Estimó que no es efectivo que esta normativa los haya llevado a homogeneizar su cartera de inversiones para no quedar bajo el nivel que obliga a las administradoras a completar la diferencia.

La exigencia de rentabilidad mínima que debe mantener cada Fondo de Pensiones en relación al nivel promedio del sistema, que en el año móvil finalizado en septiembre fue de 35,2 %, no ha estado presionando a estos institucionales en orden a homogeneizar su cartera de inversiones.

Según Santiago Berguecio, esta normativa no ha creado una presión al sistema y sólo en casos puntuales ha ocurrido que Fondos de Pensiones modificaron su criterio de inversión original a fin de extenderse hacia instrumentos de renta variable. Pero ello —explicó— ha sido más bien por la búsqueda de una mayor rentabilidad que por una presión orientada a no quedar bajo el nivel mínimo que obliga a las administradoras a completar la diferencia.

Estimó que los límites de inversión en los diversos instrumentos permiten holguras adecuadas a los fondos de pensiones para que éstos efectúen una administración competitiva. En este plano, indicó que las carteras de inversión de estos fondos institucionales no son homogéneas y tampoco están obteniendo la misma rentabilidad.

Detalló que según el cálculo a septiembre pasado, entre los trece fondos se anotó una rentabilidad mínima de 30,9 % y otra mayor de 39,9 %, lo que correspondió a una diferencia de alrededor de 10 puntos porcentuales.

En relación a la rentabilidad mínima, el miembro de la comisión clasificadora que evalúa los instrumentos objeto de inversión de las AFP, Santiago Berguecio, estimó que esta exigencia está planteada en términos apropiados y es positiva porque lleva a los Fondos de Pensiones a seleccionar sus inversiones bajo el criterio de una buena rentabilidad lo que ofrece una protección a los afiliados que depositan sus recursos en el sistema.

Recordó que considerando el promedio del sistema en el año móvil finalizado en septiembre último, y que fue de 35,2 %, a fin de no caer en el nivel mínimo de rentabilidad cada fondo de pensiones debería estar por sobre una rentabilidad de 17,6 %.

Indicó que en cada mes, las administradoras son responsables de que la rentabilidad real de los últimos doce meses de su fondo no sea menor a la cifra que resulte inferior entre dos cálculos.

En un primer caso, la correspondiente a la rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los fondos, menos dos puntos porcentuales, que en el caso referido a septiembre último lo ubicaría en 33,2 %.

En segundo término, el cálculo correspondiente al 50 % de la rentabilidad real de los últimos doce meses promedio de todos los fondos, y que en este caso entrega una cifra de 17,6 %.

SEGUN ENRIQUE GOLDFARB:

A:EP

"Mercado de Futuros Puede Cubrir Riesgo Diario de Hasta US$ 1.000 Millones"

El gerente general de la Bolsa de Comercio de Santiago, Enrique Goldfarb, al intervenir ayer en un seminario de análisis de los inversionistas institucionales en el mercado de valores chileno, expresó que el mercado de futuros próximo a operar puede cubrir un riesgo diario de hasta 1.000 millones de dólares.

Dijo que esa cifra corresponde a "los riesgos que tenemos presentes en todo momento, que obedecen a tasa de interés, de variación de tipo de cambio y de variación del precio de acciones, aplicado tanto a los inversionistas institucionales como a las cifras de comercio exterior de los agentes económicos que operan en ese ámbito".

Enrique Goldfarb indicó que el mercado de futuros probablemente partirá en el transcurso de noviembre próximo dirigido en un principio a quiénes operan en comercio exterior, inversionistas individuales, empresas del mercado accionario, como también a quiénes están invirtiendo en el mercado de renta fija y público. Después se irán incorporando los institucionales.

Durante su exposición, el gerente general de la Bolsa de Comercio de Santiago, junto con explicar los conceptos y el desarrollo histórico de los mercados de futuros, enfatizó la conveniencia de la participación de los inversionistas institucionales, específicamente las AFP, las Compañías de Seguros y los Fondos Mutuos, principalmente por la cartera de inversiones que poseen actualmente y que se acerca a los 7 mil millones de dólares, según explicó.

Añadió que de ese total, alrededor de 6 mil millones de dólares están afectos al riesgo tasa de interés y otros 700 millones de dólares al riesgo de variabilidad del precio de las acciones.

Añadió que con los cambios reglamentarios que se han introducido a los mercado de futuros —donde no se usarán las garantías sino que se operará en base a un concepto de cuenta corriente mercantil— las limitaciones que pudieran tener eventualmente los inversionistas institucionales para enterar garantías ya no van a ser un obstáculo.

Enrique Goldfarb participó ayer en este seminario en el panel sobre nuevos mecanismos de inversión junto a los expositores Julio Salas, de Sociedad Inmobiliaria La Esperanza; y Eugenio Valck, de AFP Habitat y la Compañía de Seguros La Construcción.

El evento se desarrolló ayer en la Casa Central de la Pontificia Universidad Católica, con la organización de ese plantel y de la Bolsa de Comercio de Santiago, y el auspicio de la Superintendencia de Valores. Numeroso público asistió a las exposiciones, que fueron presididas por el Superintendente de Valores, Hugo Lavados, y el Presidente de la Bolsa, Pablo Yrrarrázaval.

JULIO SALAS

Por su parte, Julio Salas de Sociedad Inmobiliaria La Esperanza, destacó en su intervención que con este tipo de sociedades se ha abierto una nueva alternativa a los inversionistas institucionales que disponen de recursos de largo plazo y quieren generar una renta estable y confiable.

También resaltó que "es una posibilidad extraordinaria de financiamiento de las empresas, de largo plazo, de su activo inmobilizado. Es la posibilidad de aprovechar los ladrillos para generar recursos que permitan financiar la actividad que la empresa está destinada a cumplir".

Estimó que este mercado puede llegar hoy a los 600 millones de dólares en el caso de las AFP, referido a los recursos que éstas disponen y el límite de inversión que tienen para destinar a este tema.

EUGENIO VALCK

En tanto, Eugenio Valck de AFP Habitat y Compañía de Seguros La Construcción, expresó que el crecimiento de los Fondos de Pensiones es de tal magnitud que se requieren de nuevas alternativas de inversión.

Por ello, señaló que "cuando se está hablando de sociedades inmobiliarias, de fondos de inversión y de futuros, se está hablando de alternativas que cubren esas necesidades de inversión, y que también ayudan a proteger el riesgo de rentabilidad de los afiliados".

Eugenio Valck también pidió a las autoridades que reglamenten este tipo de inversiones a fin de permitir una mayor eficiencia de los institucionales en el proceso de inversiones.

Noviembre de 1990

Las AFP Compraron Total Accionario de Rentas Inmobiliarias

Ayer se completó la colocación de las acciones de Rentas Inmobiliarias en la Bolsa de Comercio de Santiago, quedando la totalidad en manos de las Administradoras de Fondos de Pensiones, que de esta forma comenzarán a incursionar en el negocio inmobiliario y de mutuos hipotecarios lo que constituye una nueva posibilidad de inversión para esos institucionales.

Durante la jornada de ayer se completó la colocación del 40 % accionario que restaba por vender y que correspondía a 1.300 acciones. La venta se hizo en cuatro operaciones de 325 acciones cada uno por el valor de 53.369 pesos cada título.

Cabe recordar que el 60 % restante fue colocado durante la jornada bursátil del viernes pasado en el valor determinado por la junta. En esa oportunidad adquirieron acciones las AFP Santa María, Habitat y Provida.

Al incursionar en este nuevo giro, los Fondos de Pensiones a través de una administradora y ejecutora de los planes inmobiliarios podrán actuar en la compraventa, leasing y arrendamiento de bienes raíces comerciales urbanos.

Participación de Las AFP en Socs. Inmobiliarias

- Los Fondos de Pensiones adquirieron el 90 % de Rentas Inmobiliarias y el 87 % de La Esperanza, a través de las cuales ampliarán sus posibilidades de inversión.

Los Fondos de Pensiones adquirieron el 90 % accionario de la sociedad Rentas Inmobiliarias y el 87 % de La Esperanza, a través de las cuales ampliarán sus posibilidades de inversión hacia el sector inmobiliario.

En las ruedas de la Bolsa de Comercio de Santiago los Fondos de Pensiones adquirieron 2.925 acciones de Rentas Inmobiliarias del total de 3.250 títulos.

Las compradores fueron las AFP Cuprum con 325 papeles, y luego, Habitat, Magister, Provida y Santa María, todos ellos con 650 títulos cada uno. El valor de adquisición de cada papel fue a un precio promedio ponderado de 53.253,3 pesos.

En el caso de inmobiliaria La Esperanza los Fondos de Pensiones compraron 52 mil acciones de un total de 60 mil. Las AFP adquirentes fueron Concordia con 2.000 títulos; Cuprum con 6.000; El Libertador con 1.000; Habitat con 10.500; Magister con 6.500; Provida con 12.000; Santa María con 12.000 y Summa con 2.000. Las acciones fueron compradas a un precio promedio ponderado de 1.577,5 pesos cada una.

EN ULTIMOS 12 MESES, DE CARACTER REAL:

21/12/89

11,2 % Fue Rentabilidad De Fondos de Pensiones

Una rentabilidad real de 11,2 % consiguió el Fondo de Pensiones en los últimos doce meses considerados hasta noviembre pasado, lo que representa un significativo aumento frente a años anteriores, ya que en 1989 fue de 6,9 %, en 1988, de 6,5 % y en 1987, de 5,4 %.

Según información entregada por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) este nivel de rentabilidad de 11,2 % entre diciembre 1989 y noviembre pasado, es el sexto más alto que se obtiene en el período de un año considerando las cifras anuales obtenidas desde que se implementó este sistema a mediados de 1981.

El mayor nivel fue el obtenido en 1982 con una rentabilidad real de 28,5 %. Después se ubicaron 1983 con un 21,2 %; 1985, con 13,4 %; el segundo semestre de 1981 con 12,9 %; y 1986, con 12,3 %.

Por otra parte, en los últimos doce meses considerados a noviembre pasado, la mejor posición en rentabilidad real la consiguió el fondo de pensiones de Planvital con un 14,3 %; luego, Invierta con un 14,2 %; Cuprum con un 13,6 %; y Summa y Protección con 13,1 %.

Más atrás siguieron Futuro con 13 %; Unión con 12,6 %; Concordia con 11,8 %; y Magister con 11,5 %. Finalmente se ubicaron Habitat con 11,3 %; Santa María con 10,1 %; y Provida con 9,4 %.

Por otra parte, cabe señalar que el promedio real anual acumulado por el Fondo de Pensiones desde que se implementó el sistema hasta este año es de 12,6 %. En tanto, el mayor nivel promedio anual acumulado, considerado desde la creación de cada una de las AFP, es el obtenido por Unión con un 13,6 %; luego, el de Concordia con 13,5 %; y Cuprum con 13,3 %. Luego, el correspondiente a Invierta, con 13,2 %; Planvital con 13,1 %; y Summa con 12,9 %.

25 de Febrero de 1991

Rentabilidad de Fondos de Pensiones

25/2/91

De acuerdo con lo informado por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones, la rentabilidad de los recursos ahorrados por los cotizantes alcanzó a un 17,5 por ciento en el período de doce meses comprendido entre febrero de 1990 y enero de 1991. Esta cifra es más elevada que la que se observó en el período anual que terminó en diciembre, y a la vez se encuentra significativamente por encima de la rentabilidad anual promedio registrada desde que empezó a operar el nuevo sistema en el año 1981, y que alcanza a 13,2 por ciento.

Los factores que explican este elevado rendimiento de las inversiones realizadas con los fondos de pensiones son básicamente tres. En primer lugar, el hecho de que el Banco Central haya subido las tasas de interés de sus instrumentos financieros durante el año 1990 les permitió a los inversionistas institucionales —entre ellos las AFP— adquirir títulos de deuda que ofrecían una atractiva rentabilidad. En segundo término, la cotización bursátil de los títulos accionarios en que está invertida una parte de los recursos previsionales también viene experimentando un alza significativa desde hace ya varios meses, lo cual obviamente significa una ganancia de rentabilidad por este concepto. En tercer lugar, el hecho de que el Banco Central haya resuelto disminuir últimamente las tasas de interés de sus instrumentos financieros representa una ganancia adicional para aquellos que los adquirieron a una tasa superior, por cuanto ello implica un alza en el valor de mercado de los mismos.

La situación que se produjo el año pasado en esta materia puede repetirse en algún grado en este período 1991, especialmente en lo que se refiere al comportamiento bursátil, y en el impacto que podrían tener rebajas adicionales en las tasas de interés. A pesar de que los hechos en esta materia son difícilmente predecibles, lo más probable parece ser un rendimiento inferior, aunque significativo. Al analizarse estos temas no debe perderse de vista que los estudios que se realizaron en forma previa a la puesta en marcha del nuevo régimen de pensiones contemplan una rentabilidad promedio anual cercana al 5 por ciento, lo cual parece razonable desde una perspectiva de largo plazo. Por ello, el hecho de que durante prácticamente diez años el rendimiento anual promedio se encuentre por encima de 13 por ciento constituye un elemento altamente satisfactorio, que en definitiva se va a traducir en pensiones que van a superar lo que inicialmente podía anticiparse. Aunque desde una perspectiva de largo plazo lo razonable es proyectar el sistema considerando una rentabilidad de las inversiones no muy distinta del 5 por ciento, la existencia de situaciones coyunturales que se traducen en un rendimiento más elevado ciertamente tiene que ser aprovechada en beneficio de los propios afiliados.

Un aspecto que conviene destacar nuevamente es que las rentabilidades obtenidas por los fondos que administran las distintas AFP mostraron diferencias que en algunos casos son significativas. Esto se explica por cuanto aquellas administradoras que manejan un fondo de menor tamaño relativo de hecho están autorizadas a invertir una mayor proporción de dicho fondo en títulos accionarios de una misma empresa, lo cual, tal como ha quedado demostrado, en definitiva perjudica a los afiliados de las AFP de mayor tamaño relativo. En este sentido, lo correcto sería que sólo se estableciera como límite de inversión un determinado porcentaje del fondo que se administra, sin considerarse lo que ello representa como proporción del patrimonio bursátil de la sociedad cuyos títulos accionarios se están adquiriendo.

de Chile, Miércoles 20 de Marzo de 1991

EN ULTIMOS 12 MESES:

25,1 % Fue la Rentabilidad De los Fondos de Pensiones

● Esta cifra, registrada entre marzo de 1990 y febrero pasado, es la segunda más alta desde la creación del fondo, en 1981, sólo superada por la del año 1982.

Una rentabilidad real de 25,1 % anotó el fondo de pensiones acumulado por las AFP durante los últimos doce meses, contados desde marzo de 1990 y febrero pasado. Este es el segundo mayor rendimiento registrado por el fondo desde su creación en 1981 y al cierre de febrero pasado acumulaba 2,47 billones de pesos.

Según información entregada por la Superintendencia de AFP, sólo en 1982 se consiguió una mayor rentabilidad de los recursos ahorrados por los cotizantes del sistema de AFP, la que ascendió a 28,5 %. En tanto, la cifra promedio anual acumulada desde el inicio del fondo, en julio de 1981, hasta el mes pasado, es de 13,6 %.

Por otra parte, cabe señalar que la tercera mayor cifra de rentabilidad del sistema se anotó en 1983 con 21,2 %; después, la del año pasado con 15,6 %; la de 1985, con 13,4 %; y de 1986, con 12,3 %.

La mayor rentabilidad real en los últimos doce meses contados hasta febrero pasado la consiguió Summa con un 28,4 %; después siguieron, Invierta con 27,9 %; Planvital con 26,6 %; Cuprum con 26,5 %; y Protección con 26,4 %.

Más atrás siguieron Habitat con 26 %; Futuro con 25,9 %; Unión con 25,7 %; Magister con 25,6 %; El Libertador con 25,5 %; Santa María con 24,4 %; y Provida con 22,8 %.

A fines de febrero pasado los recursos de los ahorrantes se encontraban invertidos en un 43 % en instrumentos estatales. Entre ellos destacan los pagarés reajustables del Banco Central con un 40,67 %. Asimismo, un porcentaje importante fue destinado a letras hipotecarias, con un 15,5 % y a depósitos a plazo con un 14,5 %.

En tanto, la inversión en acciones se orientó un 13,2 % del fondo, lo que significó un incremento frente a enero pasado en que se destinó a esos títulos sólo un 12,8 %. Por otra parte, a fines de febrero se había destinado a bonos de empresas un 10,3 % y a bonos de instituciones financieras un 1,3 %.

RESULTADOS DE ENERO

Por otra parte, los resultados de las AFP en enero pasado anotaron una cifra total de 940,9 millones de pesos que es significativamente mayor a la de igual mes de 1990 cuando consiguieron 488,5 millones de pesos.

Las mayores utilidades en enero pasado las obtuvo Habitat con 260 millones de pesos; luego, Santa María con 194,2 millones de pesos, y Summa con 172,5 millones de pesos. Más atrás se ubicaron Cuprum con 85,9 millones de pesos; Unión con 60,2 millones de pesos; Planvital con 40,2 millones de pesos; Protección con 34,9 millones de pesos; y El Libertador con 34,2 millones de pesos.

Finalmente se situaron, Invierta con 23,4 millones de pesos; Futuro con 15,2 millones de pesos; Concordia con 9,3 millones de pesos; Provida con 7,1 millones de pesos; y Santa María con 3,6 millones de pesos.

Jueves 4 de Abril de 1991

Buscan Ampliar en 50 % Inversión de los Fondos De las AFP en Acciones

● Asociación de AFP manifestó su interés en una reforma legal para elevar a alrededor de US$ 1.050 millones la actual inversión que poseen en títulos accionarios y que asciende a US$ 700 millones.

La Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones expresó que se ha manifestado a la autoridad el interés en que se lleve a cabo una modificación legal que permita a los Fondos de Pensiones aumentar el actual nivel de inversiones en títulos accionarios.

El presidente de agrupación gremial, Sergio Baeza, dijo que a la fecha los Fondos de Pensiones mantienen una inversión en acciones por alrededor de 700 millones de dólares, y se busca que una modificación legal les permita ampliarla en un 50 % pudiendo llegar a 1.050 millones de dólares.

"Nos interesa —expresó— que nos aumenten el margen de inversión en las sociedades que se llaman hoy concentradas. En ellas podemos invertir actualmente hasta el 1 % de las acciones de la sociedad, no obstante, se podría ampliar ese margen al 7 % como ocurre en las sociedades desconcentradas".

Detalló que el Fondo de Pensiones posee actualmente 7 mil millones de dólares y de ese total un 10 %, equivalente a 700 millones de dólares, se encuentra invertido en títulos accionarios.

Sin embargo, expresó que la ampliación del margen de inversión en las sociedades concentradas les permitiría elevar esa cifra en otros 350 millones de dólares, aumentándola a 1.050 millones de dólares.

"Lo que estamos diciendo —señaló — es que si se llevara a las sociedades concentradas a la misma norma que las desconcentradas podría aumentar la fracción invertida en acciones al 15 % del Fondo".

Recordó que de acuerdo a la normativa actual "un Fondo de Pensiones cualquiera puede comprar hasta el 7 % de las acciones emitidas por una sociedad, siempre que ella sea de las que se llaman desconcentradas, es decir, aquellas donde no hay un accionista controlador".

Sergio Baeza indicó que "no se ve

(Continúa en la página B 12)

Buscan

(De la página B 1)

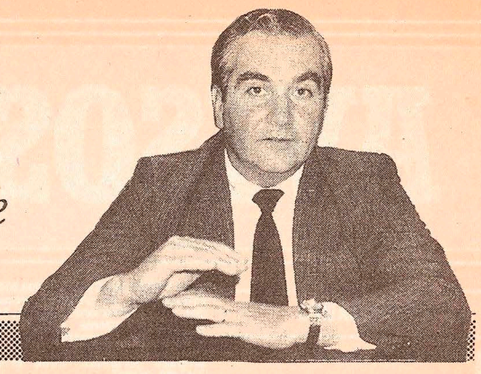
razón de fondo que impida que los Fondos de Pensiones inviertan más en las sociedades llamadas concentradas. El origen de la norma actual —expresó— viene de los problemas que hubo con la concentración de propiedad en la crisis bancaria de 1983. Esta norma nació en ese contexto y creo que hoy ha pasado suficiente tiempo como para que no constituya riesgo para que los Fondos de Pensiones puedan invertir más en las sociedades que se llaman concentradas".

Dijo que en la actualidad los Fondos de Pensiones mantienen inversiones en once empresas desconcentradas y en otras 22 concentradas. Entre estas últimas mencionó Copec, Cartones, Cap, Iansa, Tabaco, Madeco, CTI, Elecmetal, CCU y Vapores. Recordó que ellas deben tener entre sus características al menos tres años de existencia legal y una presencia ajustada del 20 % en Bolsa.

Destacó que una reforma al DL 3.500 es un tema de importancia para los Fondos de Pensiones, que contribuiría a ampliar las posibilidades de inversión que se ven escasas a futuro. Además permitirá mantener buenos niveles de rentabilidad.

EL MERCURIO
Economía y Negocios
PROPIEDADES
F1
Santiago de Chile, Domingo 14 de Abril de 1991

"El sistema de AFP está consolidado en Chile y es admirado en el exterior," señala Sergio Baeza, presidente de la Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones.



Los Nuevos Dueños de Chile

- Pronto se cumplirán 10 años de vigencia del nuevo sistema previsional. Desde sus inicios, los fondos administrados han crecido en más de 3.200 por ciento.
- Hoy, los más de 3,5 millones de afiliados son dueños de cerca del 11 % del patrimonio nacional, en el año 2020 este porcentaje debería ascender a 50%, en lo que se ha llamado el verdadero capitalismo popular de Chile.

Por JOSE MANUEL SILVA C.

Hace casi 10 años, el 1º de Mayo de 1981, entraba en vigencia el nuevo sistema previsional con sus Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), cuentas individuales de capitalización y una masiva campaña publicitaria por parte de éstas para convencer a millones de trabajadores de sus bondades. Seis meses antes, el entonces Ministro del Trabajo, José Piñera, explicaba al país la filosofía del sistema y sus consecuencias profundas en materia previsional.

La década que ha transcurrido ha sido, por decir lo menos, agitada en términos políticos y económicos. Ello ha contribuido a que pocos detectaran las fuerzas telúricas que el nuevo sistema previsional ha desatado en la economía. Sin embargo, hoy, cuando las AFP acumulan ya 7.000 millones de dólares de ahorros previsionales, equivalente a un 25 % del producto nacional o 40 % de la deuda externa del país, son cada vez más los que se asombran ante el gigantismo al que se está llegando. Nunca en la historia de Chile y de ningún país latinoamericano se habían empozado tantos recursos financieros de largo plazo manejados por el sector privado. Esta ha sido seguramente la mayor de las privatizaciones realizadas por la pasada administración, la que a su vez facilitó la venta de muchas empresas estatales.

MEGANUMEROS

En sus casi 10 años de operación los fondos previsionales han crecido en más de 3.200 %. La cantidad de afiliados hoy supera los 3,5 millones de trabajadores. El sistema ya cuenta con más de 80.000 pensionados, que en promedio reciben ingresos (en UF) superiores entre un 30 y un 50 % a los del antiguo sistema. Los 305 millones de dólares en ahorros acumulados en 1981 se han convertido hoy en día en 7.000 millones de dólares.

El obtener una pensión de vejez, viudez o invalidez, que otrora requería poco menos que un doctorado para recorrer una laberíntica burocracia, hoy se logra en menos de un mes. Ello, a pesar de que el sistema le cuesta un tercio menos a los afiliados que lo que les costaba el sistema antiguo. Fruto de una férrea competencia, la comisión fija promedio cobrada por las AFP ha caído desde 737 pesos en moneda de hoy en 1981 a 190 pesos actualmente. A su vez, la comisión variable promedio ha caído desde su máximo de 3,6 % en 1983 a 2,99 % en la actualidad.

A septiembre de 1990, el nuevo sistema previsional contaba con 79.665 pensionados. 21.503 por concepto de pensión de orfandad, 16.310 por viudez, 20.845 por invalidez y 21.527 por vejez. De estos últimos, 4.866, un 23 %, han ejercido el derecho a jubilarse anticipadamente por contar con los ahorros que les permiten antes de la edad legal obtener una pensión equivalente al 70 % de su renta durante la vida activa. Esta posibilidad, el poder jubilar con antelación si la persona ha ahorrado por encima del mínimo obligatorio y así costear su pensión, es una de las libertades más revolucionarias introducidas por el nuevo sistema.

Otra posibilidad para jubilar antes, en vez de ahorrar más, se abre con la mayor rentabilidad que pueda tener el fondo por sobre los cálculos que sustentaban las proyecciones originales. Así, cuando se diseñó el sistema, se proyectó todo con una rentabilidad real anual promedio de 4 %. Con esa cifra la persona alcanzaría una pensión equivalente al 70 % de su sueldo a la edad legal de jubilación. Sin embargo, los fondos han rentado en promedio un 13 % real anual desde los inicios. Aunque pocos piensan que estas altas tasas se mantengan en el futuro, sí se proyecta que el sistema podría tener rentabilidades de entre 7 y 10 % en el mediano plazo. Con tasas de 6 %, las personas podrían jubilar a la edad legal con una pensión equivalente al 100 % de su sueldo o, si lo desean, pueden jubilar anticipadamente con el 70 % del mismo.

DESAFIOS DE LA RENTABILIDAD

Es por ello que es vital que el sistema obtenga rentabilidades altas para así garantizar un máximo bienestar para los afiliados una vez que utilicen las diferentes alternativas de pensión. Dicha rentabilidad está íntimamente ligada a las posibilidades de inversión que tengan las AFP. Estas se han venido incrementando en el tiempo, al incorporarse las acciones de ciertas empresas (las privatizadas) en 1985 y ampliarse a otras acciones en 1989. Hoy, un 15 % de los recursos están invertidos en este tipo de papeles, haciendo de los trabajadores-cotizantes propietarios de elevados porcentajes de las mayores empresas del país (26 % de Endesa, 33 % de Enersis, 11 % de la Compañía de Teléfonos, 2,7 % de Copec o 2,4 % de la Papelera, por ejemplo).

Recientemente se diseñó un mecanismo por el cual las AFP podrán ingresar al negocio inmobiliario. Ello se hará mediante la compra de cuotas de fondos mutuos que inviertan en inmuebles o acciones de empresas dedicadas a lo mismo. Ciertamente, ello será revolucionario para el mercado de propiedades nacional y garantizará mejores rentabilidades para el sistema al añadir una nueva alternativa de inversión.

Otra posibilidad que se baraja es permitir que las AFP inviertan parte de sus recursos en el exterior. En este sentido se aprobó una ley durante el gobierno anterior que permitía la inversión de un 10 % de los fondos en mercados internacionales. Sin embargo, eso no ha podido concretarse, ya que el reglamento que regula tal ley se ha dilatado en el tiempo. Dentro del gobierno hay sectores que dudan de la conveniencia de permitir la salida al exterior de parte del ahorro nacional. Lamentablemente eso se estaría haciendo en desmedro de las pensiones futuras.

En efecto, un reciente estudio del economista Juan Ramón Valente demuestra que si las AFP hubiesen podido invertir desde sus inicios un 15 % de sus fondos en acciones de Estados Unidos, Japón e Inglaterra, la rentabilidad anual promedio obtenida por los afiliados habría sido casi 1,5 punto porcentual mayor (15,37 % en vez del 13,8 % realmente obtenido), con un riesgo similar. Debe señalarse que 1 punto adicional de rentabilidad durante la vida útil de un afiliado promedio le significará una mayor pensión de entre 30 y 35 %.

Así, la incorporación de nuevas alternativas de inversión es una de las tareas más urgentes que enfrentan las actuales autoridades, sobre todo si se considera que las proyecciones indican que los fondos crecerán hasta alcanzar un nivel equivalente al producto nacional del país. Esto quiere decir que si hoy ya estuviéramos en equilibrio, los fondos ascenderían a 28.000 millones de dólares, en vez de los 7.000 antes mencionados. Si no se incorporan nuevos instrumentos de inversión se corre el riesgo de tener que invertir los ahorros en alternativas quizás muy seguras, pero muy poco rentables. Por lo demás, la moderna teoría financiera señala que la seguridad no la da un instrumento en sí, sino la posibilidad de diversificar al máximo las inversiones ("no poner todos los huevos en la misma canasta"). Dentro de la misma línea de los desafíos futuros que enfrenta el sistema debe mencionarse lo señalado recientemente por José Piñera de estudiar el cómo se podría dar la opción a los miembros de las Fuerzas Armadas de ingresar a las AFP.

REPARTO VS. CAPITALIZACION

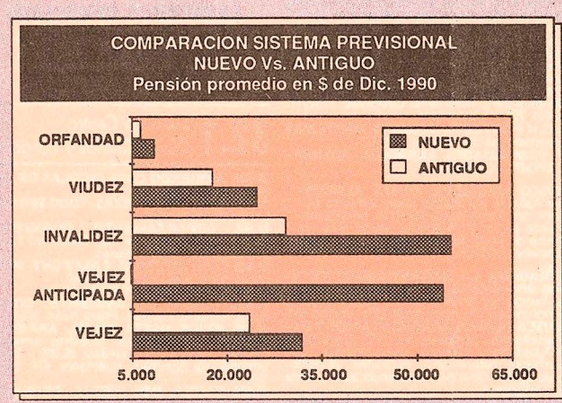
A los beneficios para los pensionados que ha sinificado este nuevo sistema, debe agregarse el hecho de haberle sacado de encima al Estado uno de los dilemas más agudos que enfrentan los gobiernos hoy en día: la virtual quiebra de los sistemas tradicionales de previsión llamados de reparto. El actual sistema tiene como pilares básicos la capitalización individual y la administración privada. Cada trabajador tiene así una cuenta de ahorro previsional estableciéndose una sana relación directa entre el ahorro durante la vida y la pensión a la que podrá aspirar.

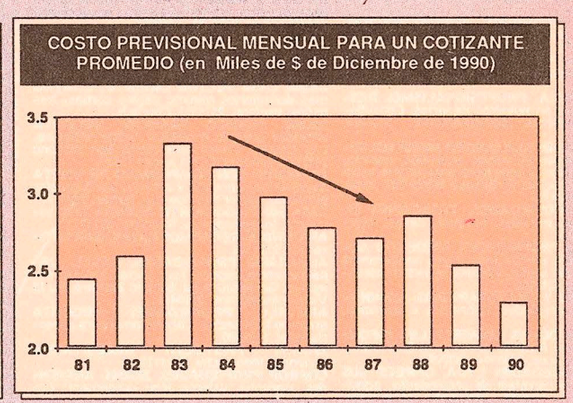
Al contrario, en el sistema antiguo esta relación no existía. Tampoco había acumulación de ahorros en el tiempo. Los trabajadores activos pagaban algo similar a un impuesto previsional para financiar las pensiones de los jubilados. El talón de aquiles de dicho sistema es que el monto de las pensiones será función directa de cuantos activos hay por cada pensionado. Si esta relación cae (envejece la población), será cada vez más difícil financiar mejores pensiones. El antiguo sistema comenzó a operar con una relación activos a pasivos de 9 a 1. Hoy en Chile esta relación ha caído a 2 a 1 y en los países desarrollados es casi 1 a 1. No hay sistema de reparto que resista en dichas circunstancias. Así, los gobiernos se ven en la amarga situación de tener que disminuir los beneficios previsionales y aumentar los impuestos de la seguridad social. Todos pierden, incluso los políticos que pierden las elecciones.

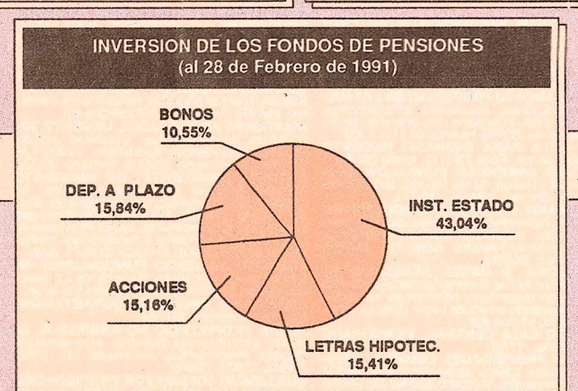
DUEÑOS DE CHILE

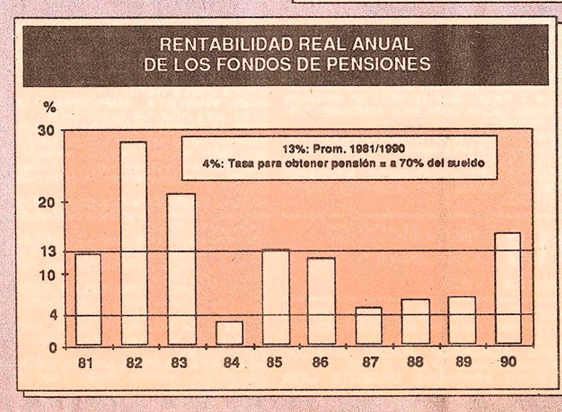
Finalmente, se puede señalar que el nuevo sistema previsional está produciendo ya una revolución en la propiedad en este país. Los 7.000 millones de dólares que hoy tiene el sistema y pertenecen a todos sus afiliados representan alrededor del 11 % del patrimonio chileno. Cuando el sistema se estabilice en 30 años más, los fondos acumulados deberían equivaler a cerca del 50 % del patrimonio nacional. De esta manera, los trabajadores-cotizantes tendrán casi la mitad de la riqueza nacional como ahorro previsional. Un "capitalismo popular" que seguramente nadie imaginó cuando el sistema entró en funcionamiento hace casi 10 años.

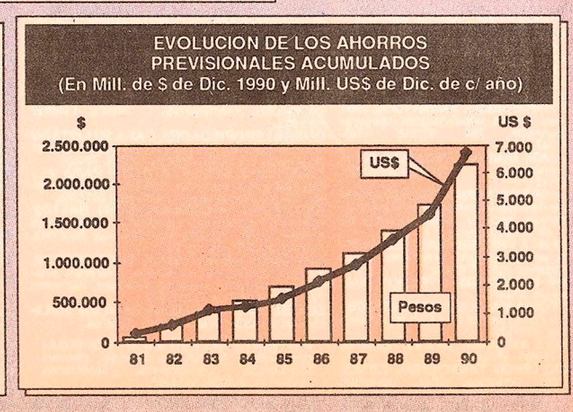
Radiografía Previsional











Un Cumpleaños Feliz

- "El sistema de AFP tiene ya más de 80.000 pensionados, tres millones de afiliados y maneja más de 7.000 millones de dólares en ahorros", señala Sergio Baeza, presidente de la Asociación de AFP.
- "Las pensiones pagadas por el nuevo sistema superan entre 30 a 50 % a las del antiguo sistema".



Sergio Baeza, presidente de la AFP Santa María, de la Compañía de Seguros de Vida Aetna y de la Asociación de AFP, ha estado por largo tiempo ligado al nuevo sistema previsional. Hoy, diez años después del inicio de las operaciones de este revolucionario sistema previsional, evalúa su desempeño y proyecta su comportamiento futuro.

"El sistema está consolidado en Chile y admirado fuera de Chile. Consolidado porque tiene ya 80.000 pensionados, más de 3.000.000 de afiliados, 7.000 millones de dólares en fondos administrados, 13 administradoras en competencia. Y admirado porque esta receta ha probado ser eficaz para el resto del mundo. Lo que en Chile se lanzó en forma pionera, hoy se observa desde el mundo entero. En unos días más tendremos más de 130 participantes extranjeros en un congreso donde se hablará de la seguridad social privada en Chile", indica Baeza entusiasmado.

Y sigue. "Las dos bases del sistema: cuentas individuales y administración privada son pilares que se han extendido más allá de las fronteras, ya que resuelven problemas que se presentan en todos los países. Los sistemas de reparto han hecho crisis dado que fueron concebidos en un tiempo donde la razón trabajadores activos a pasivos era de 9 a 1 y hoy día, en economías maduras, es de 1 a 1. Entonces, no hay reparto que resista y los gobiernos se ven apretados por esta doble tenaza de tener que bajar los beneficios de las pensiones y subir los impuestos".

—¿Lo revolucionario del sistema de AFP sería entonces las cuentas individuales y la administración privada?

—Exacto, eso es la esencia de la diferencia y la base de lo nuevo. Son los dos pilares y ambos están firmes y consolidados.

—¿Cómo se comparan las pensiones del nuevo sistema con las del antiguo?

—Son sistemáticamente mejores, entre 50 y 100 % mayores dependiendo de cuáles se trata, vejez, viudez, o invalidez. Y ello se logra a costos menores, algo que es siempre importante. El nuevo sistema cuesta aproximadamente 20 puntos de renta imponible, en circunstancia que el antiguo sistema costaba alrededor de 30 puntos.

—¿Cuál ha sido la rentabilidad del sistema en estos 10 años?

—El promedio anual de estos 10 años es del orden del 12 % real.

—¿Se proyecta algo similar en el futuro?

—Pienso que no. A medida que el país se estabiliza lo hará a tasas de interés para la deuda del gobierno de alrededor de 6 % anual y rentabilidad de acciones de 10 %, con lo cual el retorno de los fondos de pensiones debería situarse entre 7 y 10 % en el largo plazo. Algo muy bueno, ya que todos loscálculos se hicieron pensando que las personas obtendrían rentas de jubilación equivalentes al 70 % del sueldo de la vida activa si es que la tasa de interés era del orden de 4 %. Si la tasa aumenta a 6 % pasamos a pensiones del

(Continúa en la página F 16)

PATROCINA
EMBAJADA DE ESPAÑA
ORGANIZA
CAMARA OFICIAL ESPAÑOLA DE COMERCIO DE CHILE

SEMINARIO

"DESARROLLO ECONOMICO EN LA TRANSICION A LA PLENA DEMOCRACIA"

(Evaluación Gestión Año 1990 y Prospectiva 1991)
Jueves 9 de Mayo de 1991

PROGRAMA

PRESENTACION DEL SEMINARIO:
Sr. Luis Cid Alonso
Presidente Cámara Oficial Española de Comercio de Chile

ANALISIS MACROECONOMICO:
Sr. Carlos Ominami Pascual
Ministro de Economía

Sr. José Antonio Guzmán Matta
Presidente de la Confederación de la Producción y del Comercio

EDUCACION Y DESARROLLO:
Sr. Pablo Baraona Urzúa
Rector Universidad Finis Terrae

Sr. Jaime Lavados Montes
Rector Universidad de Chile

POLITICA Y DESARROLLO:
Sr. Sebastián Piñera Echeñique
Senador

Sr. Eduardo Frei Ruiz-Tagle
Senador

ANALISIS GLOBAL:
Sr. Carlos Cáceres Contreras
Vicepresidente Universidad Adolfo Ibáñez

Sr. Sergio Molina Silva
Ministro de Planificación y Cooperación

CLAUSURA DEL SEMINARIO:
Sr. Mario Conde Conde
Presidente del Banco Español de Crédito –BANESTO–

Desarrollo: 09:00 a 12:45 y 15:30 a 20:15 horas

Cóctel: 20:30 horas

Lugar: Hotel Carrera - Salón Embajadores
Inscripciones: Carmen Sylva 2306
Teléfonos: 2317160 / 2337480
Fax: 2335280

AUSPICIAN
EL MERCURIO
Telefónica de España, S.A.

TARIFAS DE SUSCRIPCIONES (IVA Incluido)				
Regiones:	III a X		I, II, XI y XII (Aéreo)	
Valor:	Normal	Socio	Normal	Socio
ANUAL	$ 58.800	$ 55.900	$ 81.950	$ 76.500
SEMESTRAL	$ 33.200	$ 31.600	$ 44.400	$ 42.300
TRIMESTRAL	$ 17.900	$ 17.000	$ 23.600	$ 22.400

Club de Lectores: 2287048, Anexo 475
Ventas de Suscripciones: 2287048, Anexos 444-446
Reposición de Suscripciones (8 a 12 hrs.): 2421111-2421112-2421113-2421114

EL MERCURIO®

Santiago de Chile, Domingo 14 de Abril de 1991

DIRECTOR: Agustín Edwards Eastman
Domicilio: Av. Santa María 5542

REPRESENTANTE LEGAL: Jonny Kulka Fraenkel
Domicilio: Av. Santa María 5542

PROPIETARIO: Empresa "El Mercurio" S.A.P.

Un Cumpleaños Feliz

(De la página F 1)



100 % de la renta imponible.

—A su juicio, ¿cuál ha sido el mayor beneficio para el país de este sistema?

—Creo que es haberle quitado a la administración pública este problema que aqueja a los países de todo el orbe: el tener que bajar los beneficios previsionales y subir los impuestos para financiar un déficit previsional creciente con motivo de la maduración de la población que es algo inevitable por razones demográficas. Este es un problema que la administración del Estado se ha sacado de encima y le ha entregado al sector privado muy exitosamente. Es lo que más se admira desde afuera. Si a esto le agregamos que ello se consiguió con mejores beneficios y a menores costos, la forma no puede ser mejor.

LAS INVERSIONES

—Señalaba que hoy se administran cerca de 7.000 millones de dólares, ¿en qué están invertidos esos recursos hoy en día?

—Un 15 % en acciones, 15 % en depósitos a plazo, 15 % en letras hipotecarias, 10 % en bonos de empresas y el 45 % restante en deuda pública.

—¿Es sano un porcentaje tan alto de deuda pública?

—A mi juicio no presenta riesgo, ya que el Estado chileno ha demostrado manejar sus finanzas en forma apropiada y hoy tiene una oferta de papeles de deuda a tasas convenientes para los fondos de pensiones que los hace atractivos, competitivos con otros papeles y con un riesgo aceptable.

—Se señala que existe un problema en el sentido de que las AFP no tendrían en qué invertir dado el crecimiento proyectado de los fondos, ¿ello es cierto?

—En el tiempo ello es cierto si nos quedamos en la misma situación de hoy. En ese caso tendríamos un cuello de botella en breve plazo, seguramente en dos años más. Hoy no existe el problema. Sin embargo, dado que esto es muy dinámico debemos prever hoy lo que ocurrirá mañana. Hasta ahora el sistema ha sido ágil en permitir nuevas formas de inversión oportunamente: las acciones en su momento, las inversiones inmobiliarias recientemente y el día de mañana las inversiones en el extranjero. En todos estos frentes hay que estar trabajando en forma simultánea.

—¿Qué significa esta nueva alternativa de inversión inmobiliaria?

—Cualquier inversionista institucional tiene en su cartera una inversión importante en bienes raíces. Si uno mira la cartera de las compañías de seguros de vida en los países desarrollados, comparables en sus objetivos de inversión a nuestras AFP, tienen por ejemplo un 10 % en bienes raíces. Si se le agrega a eso los préstamos hipotecarios podemos llegar al 20 %. Hasta hace poco los fondos de pensiones chilenos no tenían esta alternativa de invertir en bienes raíces; tampoco lo podrán en el futuro directamente por un problema de cotización, ya que se necesita valorizar el fondo diariamente, algo difícil si se posee bienes inmuebles en forma directa. De esta manera, se creó una fórmula inteligente en donde invierten indirectamente en bienes raíces comprando acciones de sociedades anónimas inmobiliarias o cuotas de fondos mutuos inmobiliarios. Al transarse las acciones en forma diaria se obtiene la valoración diaria que requiere el fondo. Esta es una avenida que recién se abre y que está destinada a tener un impacto grande. Se debería llegar al 20 % de los fondos cuando todo se estabilice.

SALIR AL EXTERIOR

—Señaló que en el futuro se piensa invertir recursos en el extranjero, ¿Cómo se concretaría eso y qué beneficios tendría para los afiliados?

—El objetivo es diversificar la cartera de inversiones en riesgo y darse una alternativa más de rentabilidad. Hay que pensar que en Chile cualquier administrador de carteras habría encontrado durante los últimos 20 años fundamental tener parte de sus inversiones en el exterior para precaverse de las debilidades de la moneda nacional. Eso sigue estando presente hoy en día. Pero, además, hay una fuerza mayor que subyace a todo esto, cual es que las economías se están abriendo financieramente. La economía chilena se abrió comercialmente en los setenta y lo hará financieramente en los noventa, ya que todo el mundo lo está haciendo. Hay países vecinos nuestros, como Argentina o Uruguay, que están plenamente abiertos en su cuenta de capital. El desarrollo económico de Chile exigirá que nos pongamos a la par. Por lo tanto la inversión en el exterior de las AFP se insertará en este cuadro más general de una apertura global financiera.

—¿Eso significaría mayor rentabilidad para los afiliados, mayores pensiones?

—Efectivamente. Los que administran estos fondos tienen como obligación de que renten lo más posible, con la mayor seguridad posible. Para lograr ese objetivo es importante tener la mayor cantidad de alternativas. Así, la posibilidad de invertir en el exterior es algo que se evaluará en su momento según las rentabilidades que se espere obtener. Insisto, lo importante para un buen administrador de fondos de terceros es tener la mayor cantidad de oportunidades abiertas para usarlas cuando convenga.

—¿Qué influencia tienen las AFP en la administración de las empresas en donde invierten?

—Tienen mucha influencia ya que son un accionista especialísimo. Un accionista sumamente preparado, capacitado y soportado. Las grandes corporaciones chilenas eran tradicionalmente administradas por un grupo controlador sin contrapesos. Los fondos de pensiones son accionistas especializados, muy preparados y con mucho soporte. Les han agregado a las sociedades anónimas donde invierten una dosis de profesionalismo muy positiva para esas empresas y el país en general.

—Se señala que sería una buena idea que los afiliados voten por los directores que nombran las AFP en las empresas, ¿es eso operativamente posible?

—Operativamente es una pesadilla. Esto está concebido en forma de delegar esa autoridad. El afiliado que confía sus fondos a una AFP le está confiando los derechos de administración sobre esas platas. Su forma de cuestionarle la manera de administrar los recursos es cambiándose de AFP. En definitiva, tiene el último poder. Además la decisión de votar presenta otro inconveniente, los administradores son responsables de su gestión en cuanto hay una penalidad gravísima si la rentabilidad que consiguen para sus afiliados no está de acuerdo con medidas objetivas. Entonces malamente podrían los administradores dejar que fueran los afiliados quienes resolvieran la administración de las compañías donde ellos invierten y a su vez permanecer como responsables. Si son los afiliados quienes administran, algo que parece utópico y difícil de operar, no podrían ser las administradoras responsables.

LA QUIEBRA DE UNA AFP

—Quizás es necesario explicar la diferencia entre el patrimonio de los dueños de la administradora y el fondo que éstas manejan. ¿Qué ocurre cuando una AFP quiebra?

—Están perfectamente separados los dos patrimonios: el de los dueños y el de los afiliados. Desgraciadamente como se llaman igual hay confusión. El que es accionista de las empresas es el fondo de pensiones y no la administradora. El fondo se invierte de acuerdo a una serie de normas muy estrictas de diversificación por emisor, por tipo de instrumento, se debe informar diariamente las transacciones realizadas, guardar los títulos comprados en custodia en el Banco Central, etc. Las administradoras tienen una obligación de hacer rentar ese fondo en forma relativa. O sea, lo que se busca es que ningún fondo tenga una rentabilidad demasiado distinta del promedio de su competencia. Si el fondo no renta de acuerdo al promedio se penaliza al administrador de acuerdo al defecto de rentabilidad. Esto puede hacer quebrar la sociedad administradora, pero no amenaza al fondo administrado.

—¿Cómo ha sido la evolución de los costos administrativos para el afiliado?

—El costo no ha dejado de bajar medido en términos reales a través del tiempo. Esto enorgullece mucho a la industria y es la consecuencia lógica de la competencia, la que provee esta disciplina férrea que hace que los costos vayan hacia abajo. Las AFP compiten en tres dimensiones: en servicios al afiliado, en costos de administración y en la rentabilidad conseguida. El sistema ha venido prestando cada vez más servicios al mismo costo. En los últimos 5 años se han incorporado la administración de las cuentas individuales, la administración de desahucio para las empleadas, las cuentas de ahorro para la vivienda, la invalidez parcial, los costos de administrar las comisiones médicas para la invalidez. Todo ello se ha absorbido sin aumento de precio a público.

LAS PROYECCIONES

—¿Cuáles son las proyecciones de crecimiento del sistema?

—Hoy en día hay depositados en los fondos de pensiones 7.000 millones de dólares y el producto nacional de Chile es de alrededor de 28.000 millones de dólares, o sea equivale a cerca del 25 % del producto. Todas nuestras proyecciones apuntan a que el conjunto del sistema previsional, que incluye tanto los fondos de pensiones como las reservas de las compañías de seguros de vida, se estabilizará en un monto equivalente a un producto geográfico en un horizonte de 30 años más.

—¿La estabilización en el año 2020 quiere decir que los fondos comenzarán a pagar tantas pensiones como recursos que reciben?

—Exactamente. Lo interesante es la transición entre el sistema antiguo y el nuevo que se produce en más de una generación. La primera etapa consistió en la salida masiva del sistema antiguo de trabajadores que se trasladan al sistema nuevo. Eso ya ocurrió, pero sin embargo aún quedan más de 300.000 trabajadores activos que cotizan en el sistema antiguo. La segunda etapa es que el INP (Instituto de Normalización Previsional que maneja los fondos del sistema antiguo) deje de tener cotizantes activos, algo que ocurrirá dentro de los próximos 10 años. Pero este Instituto aún mantendrá una cantidad grande de pensionados, hoy tiene más de un millón, los que tendrá hasta su muerte en alrededor de 25 años más. Por último, el INP seguirá con la obligación de pagar los bonos de reconocimiento de los trabajadores jóvenes que se pasaron al sistema nuevo. El sistema antiguo se extingue cuando el INP cesa de pagar bonos de reconocimiento.

—Este ha sido el gran costo para el Estado del cambio de sistema, ya que ha dejado de percibir ingresos y debe seguir pagando pensiones.

—Efectivamente, pero desde el punto de vista social hay un ahorro. Porque un sistema que costaba 30 % de la renta hoy cuesta 20 % de ella y da mejores beneficios. A ello deben sumarse otros beneficios para la economía como la disminución en el costo de la intermediación financiera. Por ejemplo, hoy 10 % de los fondos están invertidos en bonos emitidos por las empresas, eso es financiamiento directo para las empresas que obtienen recursos más baratos que los préstamos bancarios para sus proyectos. Otro ejemplo es el financiamiento habitacional; durante años éste funcionó a través de letras hipotecarias bancarias que tenían implícito un costo para el deudor de 4 puntos de tasa de interés por encima de la tasa de la letra hipotecaria. Hoy, por la vía de la compra de mutuos hipotecarios, las compañías de seguros de vida financian esa misma compra habitacional a un costo para el deudor de sólo 2 puntos de tasa de interés por encima de la tasa del mutuo. O sea, en vez de pagar un interés de 12 %, por ejemplo, se paga uno de 10 %.

—Señaló que este sistema es admirado en el mundo, ¿qué está ocurriendo en este sentido?

—En México, en la legislatura ordinaria que comienza durante el mes de mayo, se depositará en el Parlamento un proyecto cuyo contenido no se conoce con exactitud, pero dadas las conversaciones que hemos tenido con representantes del Ministerio de Hacienda de ese país sabemos que contendrá elementos del sistema chileno, o sea, cuentas individuales y administración privada. Lo que está en duda es si será sustitutivo del actual sistema de reparto o si será complementario. Proyectos similares se manejan en Venezuela, Argentina, Colombia y en general toda Latinoamérica está bullendo con este tema. La prueba de ello es el gran interés despertado por el seminario internacional de la próxima semana.

17 de Abril de 1991

JOSE PIÑERA:

17/4/91

'Consolidación del Sistema Previsional Depende de la Renovación de los Políticos'

- El ex Ministro del Trabajo señaló que muchos dirigentes han planteado la posibilidad que los recursos acumulados en el fondo de pensiones se destine a otras necesidades, lo que a su juicio pone en peligro al sistema.

El ex Ministro del Trabajo y Previsión Social, José Piñera, afirmó ayer la consolidación del sistema de administradoras de fondos de pensiones sólo se logrará si la clase política del país se renueva y pone total confianza en la economía de mercado.

Las declaraciones las formuló al dictar una charla sobre las reformas al sistema previsional a un grupo de economistas y políticos soviéticos que se encuentran en Chile invitados por la Universidad Adolfo Ibáñez y el Instituto Libertad y Desarrollo.

Piñera destacó los resultados positivos que ha obtenido el nuevo modelo previsional en sus 10 años de funcionamiento, pero advirtió que como el Estado aún tiene un carácter regulador su pleno éxito depende de la calidad de los gobernantes y de su compromiso con la economía de mercado.

"La clase política en el país aún no se ha renovado intelectualmente y no comprende bien a este nuevo Chile económico y social", manifestó.

Asimismo, dijo que hay muchos políticos que han planteado la posibilidad que los recursos de los fondos de pensiones se destinen a diversos objetivos. "Esos recursos se deben usar sólo en el pago de pensiones de vejez, lo contrario sería desvirtuar el sistema", enfatizó.

El economista señaló que a su juicio el sistema previsional chileno debe liberalizarse aún más y dar mayor amplitud a las administradoras para invertir en nuevos instrumentos.

En una extensa exposición Piñera dio a conocer el procedimiento mediante el cual se instauró en el país el nuevo mecanismo previsional y sus principales características. Así, afirmó que los cambios económicos que se habían producido en los últimos 17 años obedecen a una verdadera "revolución del

(Continúa en la página B 16)

'Consolidación del

(De la página B 1)

libre mercado", que no pasó sólo por equilibrar los índices macroeconómicos.

Junto con hacer un análisis de la situación de los pensionados antes de la entrada en vigencia del nuevo sistema, Piñera destacó que la implementación del modelo de AFP recae exclusivamente en los privados y el Estado sólo ejerce un rol contralor.

DEBATE Y CONSULTAS

Tras la charla, los soviéticos manifestaron gran interés por conocer detalles de la implementación del sistema de administradoras. Entre las consultas se encontraron aquellas que dicen relación con la posible quiebra de las AFP.

Frente a este tema, José Piñera indicó que es posible que como toda empresa la AFP quiebre, pero el fondo de pensiones que es donde el trabajador deposita sus ahorros, no puede quebrar. "El fondo de pensiones no pasa por esta situación porque no ofrece una rentabilidad determinada", explicó.

Un economista ruso le consultó sobre porqué se había implementado el sistema, y no se optaba por dejar a la gente que ahorrara por su cuenta sin intermediación de una administradora. Ante ello, Piñera respondió que el nivel cultural de los chilenos no aseguraba que cada trabajador fuera a ahorrar voluntariamente para llegar a la vejez con un monto determinado.

"Por ello fue que debimos establecer un porcentaje, 10 %, de ahorro mínimo y que se hiciera a través de la AFP. De otra manera, el Estado debería subsidiar a todos quienes no tuvieron la voluntad de ahorrar", manifestó.

Agregó que en 10 años más es posible que él mismo postule la necesidad de derogar el sistema previsional porque ya existirá conciencia en la población que hará innecesario que el Estado le imponga un cierto porcentaje de ahorro.

Santiago de Chile, Lunes 22 de Abril de 1991

FRANCISCO PEREZ MACKENNA:

"AFP Deberían Invertir en El Mercado de Futuros"

● El experto en el tema previsional señaló que era necesario flexibilizar las posibilidades de inversión de las administradoras, lo que generaría mayor rentabilidad al sistema y mejores pensiones a los afiliados.

La necesidad de que el sistema de administradoras de fondos de pensiones se flexibilice, posibilitando la inversión de sus recursos en el exterior, en mercados de futuros e incorporando a empresas que hoy son cerradas, destacó ayer el académico de la Universidad Católica y ex presidente de la Asociación de AFP, Francisco Pérez Mackenna.

El experto en materia previsional expuso el tema "Los fondos de pensiones en el desarrollo de Chile", en el marco del Primer Congreso Iberoamericano "Análisis del sistema privado de pensiones en Chile", que concluyó ayer y al que asistieron 160 delegados de todos los países de América Latina.

Pérez afirmó que cada año ingresan al fondo de pensiones cerca de US$ 600 millones, por lo que se hace cada vez más necesario ampliar las alternativas de inversión de las administradoras lo que generaría una mayor rentabilidad al sistema y por ende, mejores pensiones para los afiliados.

El académico destacó la importancia fundamental que ha tenido el nuevo régimen previsional en el desarrollo del mercado de capitales, señalando que anualmente las AFP reinvierten cerca de US$ 3.500 millones. "Esto le ha dado al mercado de capitales una liquidez desconocida", afirmó.

En este sentido detalló que las administradoras fueron primordiales para que en Chile se iniciara un mecanismo para clasificar los distintos instrumentos financieros que se transan en el mercado, elemento vital para controlar el grado de riesgo de las inversiones del sector previsional.

Precisó que también el nuevo sistema permitió, a partir de 1984, desarrollar un mercado creciente de bonos y acciones.

En su exposición, Pérez afirmó que el régimen previsional instaurado en 1981 ayudó a consolidar y sirvió como soporte a la privatización de empresas. "No es raro ver en las carteras de las principales administradoras una importante participación de empresas que fueron privatizadas en la década de los 80", dijo.

A su juicio la calidad y la forma en que se hizo el proceso de traspaso del área estatal a la privada descansó en la demanda a largo plazo, no especulativa, por acciones de empresas que tradicionalmente fueron administradas por el Estado. "Sin este respaldo la calidad del traspaso habría sido menor", estimó.

Precisó que actualmente hay 29 empresas que están captando directamente del sector previsional fondos mediante la emisión de bonos y acciones.

Con respecto a los ahorros previsionales, indicó que van a generar cambios importantes en la estructura de propiedad del país.

"Se estima que en 25 años más entre un tercio y la mitad de los activos productivos del país directa o indirectamente estarán en los fondos previsionales, ya sea a través de acciones, pero también mediante financiamiento vía bonos o depósitos a plazo que financiarán activos reales", explicó.

CONCLUSIONES DEL CONGRESO

Posteriormente el presidente de la Asociación de AFP, Sergio Baeza, realizó un balance del Congreso, indicando que el sistema previsional implementado en Chile puede mejorar sus resultados en el futuro, ampliando su cobertura y teniendo variadas posibilidades de inversión.

Agregó que en numerosos países del mundo están en crisis los regímenes previsionales de reparto, tendiendo a imponerse la fórmula de sistema financiado en base a cuentas de ahorro individual.

JUAN ARIZTIA, EX SUPERINTENDENTE:

6 de Diciembre 1991

"Banco Central Debe Ampliar Las Inversiones de las AFP"

● Ello para evitar la sensación de que el sistema se está "ahogando" en la abundancia de recursos que no tiene donde colocar, indicó el ex Superintendente de AFP.

De 29 a 38 % se elevaría el porcentaje que los fondos de pensiones pueden invertir en acciones de empresas, si se aumenta en sólo 1 % el monto que actualmente pueden colocar en sociedades anónimas. Así lo estimó Juan Ariztía, ex Superintendente de AFP, quien indicó que para ello no se requieren modificaciones legales —como se ha planteado— porque el DL 3.500, que regula las AFP, otorga al Banco Central la facultad de hacerlo.

Cabe recordar que actualmente la ley autoriza a las Administradoras de Fondos de Pensiones a invertir hasta un 29 % de sus recursos en acciones, y ese monto podría aumentar en cinco puntos con sólo introducir un aumento de un 1 % en participación en sociedades anónimas. Según Ariztía, tal modificación significaría sobrepasar el máximo que hoy se permite invertir en acciones, que alcanza al 30 %.

Según dijo el ex Superintendente de AFP es urgente que la autoridad tome esta determinación, porque en el mercado existe la sensación, cada vez más generalizada, de que el sistema se está "ahogando". Puntualizó no compartir plenamente con esa impresión, ya que sólo se ha invertido un 16 % del 29 % total permitido, aun cuando sostuvo que efectivamente en determinadas empresas algunas AFP están copadas.



Juan Ariztía, ex Superintendente de AFP

En relación a las proposiciones que han surgido en torno a las alternativas de inversión para los fondos administrados por las AFP, Ariztía se mostró preocupado con algunas iniciativas, como la idea de permitir la colocación en instrumentos emitidos por el BID y otros organismos internacionales. "Hacerlo —dijo— es permitir que mañana la Corfo o el Ministerio de la Vivienda creen instrumentos a medida y que finalmente la ley obligue a los fondos a adquirir determinados instrumentos. Eso sería el final del sistema".

Respecto de los argumentos que se han dado para permitir operaciones en el exterior, sostuvo que tanto los que aprueban la idea, como los que la rechazan, aluden a situaciones que no tienen relación con la naturaleza del sistema, cual es lograr la mayor rentabilidad y seguridad de sus fondos. Así señaló que la argumentación utilizada "es insultante para los dueños de las AFP, pues si estos fondos no son invertidos en el extranjero y por ello rentan un 1 % menos, eso se traducirá en cerca de un 5 a 10 % menos para la pensión de cada trabajador".

FUTURO DEL SISTEMA

Haciendo referencias al futuro del stema existente, Juan Ariztía indicó ue, según sus cálculos, para el año 020 se espera que éste —que hoy uenta con cerca de cuatro millones de filiados, distribuidos en 14 administradoras— cuente con un millón de ensionados, los que recibirán montos uperiores a lo esperado. "Esto, porque n los diez años de funcionamiento de as AFP la rentabilidad obtenida ha sido de un 13 %, lo que es casi tres veces superior a lo necesario para obtener pensiones del 70 % de los salarios, monto exigido por la ley", explicó.

Lo anterior, continuó, dará la posibilidad de hacer un retiro de capital de la cuenta de ahorro individual al momento de jubilar, del orden del 20 % de ésta, ya que si lo acumulado supera a lo necesario para financiar una pensión del 70 % de las últimas rentas, la ley permite retirar el excedente, dejando en dicha cuenta solamente lo necesario para financiar los montos exigidos. Según estimaciones de Ariztía, las pensiones podrían mantener niveles cercanos al 88 ó 90 % de los sueldos últimos, si sólo la rentabilidad fuese de un 5 % anual, que es el monto esperado para los próximos años.

Asimismo, el especialista indicó que existen otras alternativas, además del retiro del excedente, las cuales estarían en la posibilidad de jubilar anticipadamente o bien hacerlo con una pensión equivalente al 88 ó 90 % del último salario.

PROVIDA

ASI INVERTIMOS LOS AHORROS PREVISIONALES DE MAS DE UN MILLON DE FAMILIAS CHILENAS QUE HAN CONFIADO EN NOSOTROS.

COMPOSICION DE LA CARTERA DE INVERSIONES DEL FONDO DE PENSIONES AL 28.06.91

1.- DIVERSIFICACION POR INSTRUMENTOS.

a) SALDO DE LAS CUENTAS BANCARIAS TIPO 2 DEL FONDO DE PENSIONES.	0	.00%
b) TITULOS EMITIDOS POR LA TESORERIA GENERAL DE LA REPUBLICA, POR EL BANCO CENTRAL DE CHILE Y LETRAS DE CREDITO EMITIDAS POR LOS SERVIU FINANCIERAS DAVENS Y MEDITERRANEO.	317,217,073,879	43.37%
c) DEPOSITOS A PLAZO Y OTROS TITULOS REPRESENTATIVOS DE CAPTACIONES DE INSTITUCIONES FINANCIERAS.	83,796,669,476	11.46%
d) TITULOS GARANTIZADOS POR INSTITUCIONES FINANCIERAS.	0	.00%
e) LETRAS DE CREDITO EMITIDAS POR INSTITUCIONES FINANCIERAS.	104,380,213,819	14.27%
f) DEBENTURES DE EMPRESAS PUBLICAS.	1,024,618,177	.14%
g) DEBENTURES DE EMPRESAS PRIVADAS.	92,484,259,310	12.65%
h) ACCIONES DE SOCIEDADES ANONIMAS ABIERTAS.	132,428,151,619	18.11%
i) CUOTAS DE OTROS FONDOS DE PENSIONES.	0	.00%
j) TOTAL CARTERA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS.	731,330,986,280	100.00%

2.- DIVERSIFICACION DE LA CARTERA POR EMISOR

2.1 INSTITUCIONES ESTATALES		
TESORERIA GENERAL DE LA REPUBLICA	2,092,639,650	.29%
BANCO CENTRAL DE CHILE	314,285,593,537	42.97%
SERVIU	293,896,350	.04%
FINANCIERA DAVENS	353,482,085	.05%
FINANCIERA MEDITERRANEO	191,462,257	.03%
TOTAL INSTITUCIONES ESTATALES	317,217,073,879	43.37%
2.2 INSTITUCIONES FINANCIERAS		
BANCO DE CHILE	45,684,023,103	6.25%
BANCO O'HIGGINS	5,891,802,955	.81%
BANCO INTERNACIONAL	1,993,513,003	.27%
BANCO OSORNO Y LA UNION	7,513,602,792	1.03%
BANCO DEL ESTADO DE CHILE	39,138,427,711	5.35%
BANCO SUDAMERICANO	2,903,365,478	.40%
BANCO DE CREDITO E INVERSIONES	4,159,738,642	.57%
BANCO DEL PACIFICO	1,874,069,396	.26%
BANCO CONCEPCION	985,471,687	.14%
BANCO INDUST. Y COMERCIO EXTERIOR	12,345,295,071	1.69%
BANCO DE A. EDWARDS	6,599,042,446	.90%
BANK OF AMERICA	3,224,544	.00%
CITIBANK N.A.	8,379,634,182	1.15%
BANCO DE SANTIAGO	26,903,411,300	3.68%
BANCO SANTANDER-CHILE	581,429,947	.08%
THE FIRST NATIONAL BANK OF BOSTON	1,178,333,881	.16%
CENTROBANCO	282,711,689	.04%
SECURITY PACIFIC BANK	5,017,196,288	.69%
BANCO DEL DESARROLLO	6,390,463,021	.87%
BANCO HIPOT. INTERNACIONAL FINANCIERO	9,562,940,003	1.31%
FINANCIERA FUSA	789,180,156	.11%
TOTAL INSTITUCIONES FINANCIERAS	188,176,883,295	25.73%
2.3 EMPRESAS PUBLICAS		
b. BONOS		
FERROCARRILES DEL ESTADO	1,024,618,177	.14%
TOTAL EMPRESAS PUBLICAS	1,024,618,177	.14%
2.4 EMPRESAS PRIVADAS		
A. ACCIONES		
INDUSTRIA AZUCARERA NACIONAL S.A.	196,128,322	.03%
INDUSTRIAS FORESTALES INFORSA S.A.	661,219,124	.09%
SOCIEDAD INDUSTRIAL PIZARREÑO S.A.	345,864,827	.05%
CIA. MAN. DE PAPELES Y CARTONES	6,951,931,277	.95%
CIA. DE PETROLEOS DE CHILE S.A.	7,480,599,667	1.02%
EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES	21,017,924,597	2.87%
CHILECTRA GENERACION S.A.	6,754,866,692	.92%
LUCCHETTI S.A.	90,986,474	.01%
ENERSIS S.A.	12,558,680,281	1.72%
CHILECTRA QUINTA REGION S.A.	3,862,234.457	.53%
LABORATORIO CHILE S.A.	935,725,000	.13%
SOCIEDAD QUIMICA Y MINERA DE CHILE S.A.	3,959,478,780	.54%
COMPAÑIA DE TELEFONOS DE CHILE S.A.	15,044,715,107	2.06%
CIA. DE ACERO DEL PACIFICO	1,263,331,386	.17%
PESQUERA INDO S.A.	164,982,513	.02%
EMPRESA PESQUERA EFERVA S.A.	159,268,233	.02%
SOCIEDAD PESQUERA COLOSO	350,415,896	.05%
EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A.	38,742,935,473	5.30%
COMPAÑIA ELETROMETALURGICA S.A.	550,833,699	.08%
EMPRESA ELECTRICA PILMAIQUEN	526,168,591	.07%
MADECO S.A.	983,456,235	.13%
CIA. DE ELECTRICIDAD INDUSTRIAL	117,198,153	.02%
COMPAÑIA SUDAMERICANA DE VAPORES S.A.	1,651,875,351	.23%
EMPRESAS C.C.T. S.A.	1,516,595,850	.21%
CTI COMPAÑIA TECNO INDUSTRIAL S.A.	517,633,623	.07%
MINERA VALPARAISO	2,211,669,497	.30%
EMBOTELLADORA ANDINA S.A.	432,621,000	.06%
CEMENTOS BIO-BIO S.A.	375,667,963	.05%
COMPAÑIA CERVECERIAS UNIDAS S.A.	944,109,247	.13%
EMPRESA ELECTRICA DE MELIPILLA, COLCHAGUA Y MAULE	160,766,019	.02%
MARITIMA DE INVERSIONES S.A.	491,117,708	.07%
CIA. DE CONSUMIDORES DE GAS DE SANTIAGO	170,325,939	.02%
FORESTAL CHOLGUAN S.A.	343,724,732	.05%
EMPRESA ELECTRICA COLBUN MACHICURA S.A.	34,637,701	.01%
MADERAS PRENSADAS CHOLGUAN S.A.	109,873,835	.02%
EMPRESA ELECTRICA ATACAMA	84,812,710	.01%
SOCIEDAD INMOBILIARIA LA ESPERANZA S.A.	624,717,757	.09%
RENTAS INMOBILIARIA S.A.	39,051,903	.01%
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	132,428,151,619	18.11%
B. BONOS		
CELULOSA ARAUCO Y CONSTITUCION S.A.	18,869,526,540	2.58%
SOCIEDAD INDUSTRIAL PIZARREÑO S.A.	1,564,944,000	.21%
EMPRESA NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES	3,194,548,700	.44%
CHILECTRA GENERACION S.A.	5,283,557,064	.72%
LUCCHETTI S.A.	765,334,000	.11%
ENERSIS S.A.	2,706,794,350	.37%
LABORATORIO CHILE S.A.	299,649,200	.04%
SOCIEDAD QUIMICA Y MINERA DE CHILE S.A.	5,298,486,040	.72%
COMPAÑIA DE TELEFONOS DE CHILE S.A.	14,627,201,986	2.00%
LEASING ANDINO	994,960,450	.14%
CRISTALERIAS DE CHILE	745,345,350	.10%
CIA. DE ACERO DEL PACIFICO S.A.	4,958,739,000	.68%
EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A.	15,786,522,100	2.16%
EMPRESA ELECTRICA PILMAIQUEN	244,320,800	.03%
MADECO S.A.	2,314,296,000	.32%
EMBOTELLADORA ANDINA S.A.	501,772,000	.07%
SODIMAC S.A.	406,705,000	.06%
COMPAÑIA CERVECERIAS UNIDAS S.A.	333,685,500	.05%
TELEFONICA DEL SUR	1,520,068,500	.21%
BANEDWARDS S.A. CIA. DE LEASING	110,505,810	.02%
EMPRESA ELECTRICA DE MELIPILLA, COLCHAGUA Y MAULE	411,800,750	.06%
SANTIAGO LEASING	588,047,560	.08%
EMPRESA ELECTRICA COLBUN MACHICURA S.A.	7,360,850,000	1.01%
TELEX CHILE	641,978,400	.09%
O'HIGGINS LEASING	260,154,210	.04%
EMPRESA ELECTRICA ATACAMA	232,578,300	.03%
SANTANDER LEASING	442,115,850	.06%
CEMENTOS MELON	1,497,514,000	.21%
BANOSORNO LEASING	296,302,950	.04%
VIDRIOS LIRQUEN	225,954,900	.03%
TOTAL EMPRESAS PRIVADAS	92,484,259,310	12.65%
TOTAL CARTERA FONDO DE PENSIONES	731,330,986,280	100.00%

Inversiones de AFP

Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) han retirado su solicitud para invertir en acciones bancarias. En días pasados, dichos títulos habían observado un alza significativa que se atribuyó a la inminencia de estas transacciones. La ausencia de información pública de esta eventualidad y la desconexión entre los aumentos de precios y los resultados de los bancos motivaron una investigación de la Superintendencia de Valores y Seguros. La autoridad supervisora está facultada para sancionar a quienes compran o vendan acciones aprovechando información reservada, obtenida en razón de sus cargos. También se ha vinculado la decisión de las AFP al posible conflicto de intereses que podría desencadenarse frente a probables ampliaciones de giro de estas instituciones y de los bancos. Se encuentra en estudio la autorización a las AFP para adquirir efectos de comercio y también se ha planteado la aspiración de los bancos para administrar fondos de pensiones. De permitirse estas operaciones, ambos intermediarios entrarían a competir en funciones similares de crédito de corto plazo y en la gestión de recursos previsionales.

En primer término, debe eliminarse como causa válida del súbito desinterés de las AFP en las acciones bancarias a una investigación contemplada en la ley para el funcionamiento transparente del mercado. Por tanto, la conveniencia de estas compras debe ser analizada por sí misma y sobre la base de circunstancias permanentes que aconsejen estas inversiones. En todo caso, parece comprensible que estas adquisiciones se hubieren diferido hasta no conocer las nuevas extensiones del marco legal del sistema financiero. Con todo, esta postergación no puede ser indefinida, pues todo indica que es necesario una reglamentación que abra las posibilidades de inversión de los fondos previsionales.

En estos mismos días se ha vuelto a plantear la conveniencia de permitir a las AFP hacer inversiones en el exterior. Las ventajas de diversificar riesgos y oportunidades de rentabilidad para los afiliados son buenas razones que apoyan esta forma de apertura de la cuenta de capitales. La colocación de parte de estos recursos en moneda extranjera y en activos internacionales está prevista en la ley y se ha dilatado por demoras en la dictación de la reglamentación complementaria. La materialización de estas inversiones también podría contribuir a equilibrar y descomprimir el mercado cambiario y accionario local. Las recientes declaraciones del presidente del Banco Central que favorecen esta opción resultan oportunas, claras y justificadas.

Es evidente que los servicios financieros han experimentado cambios sustanciales que no se han reflejado en el mercado nacional y que deberían beneficiar a inversionistas y ahorrantes. La legislación futura debe contemplar las nuevas tendencias y favorecer la libre competencia más que conducir a crear estancos que beneficien a determinados intermediarios en perjuicio de los usuarios. Se debe, pues, elaborar una reglamentación que combine la adecuada seguridad para los fondos previsionales y captaciones del público con la eficiencia para colocar esos recursos.

Todo indica que los bancos y las AFP tienen una potencialidad que está limitada por las actuales estructuras legales. Corresponde entonces abrir su funcionamiento a nuevas operaciones e inversiones que fortalezcan el mercado de capitales nacionales. Así lo han entendido las entidades fiscalizadoras, que actualmente están elaborando proposiciones para responder a las circunstancias vigentes y a las futuras necesidades.

afp

Rentabilidad record de 32 % real anotó el Fondo de Pensiones en el período agosto 1990-julio 1991. (B 1)

Estudian Nuevas Vías De Inversión para AFP

● Una alternativa sería un tipo de evaluación de riesgo de empresas nuevas, a fin de que sean elegibles por las administradoras aun cuando no cumplan con el actual requisito de tres años de historia.

En estudio se encuentra una evaluación de riesgo para aplicar a empresas y proyectos nuevos, a fin de que éstos sean elegibles para las inversiones de los Fondos de Pensiones, a pesar de no cumplir con el requisito de al menos tres años de historia que por normativa se aplica a los instrumentos que pueden ser elegibles por las AFP.

Según fuentes informadas, el actual mecanismo de clasificación es riguroso, pero lo que se busca es generar otra modalidad que permita superar el «handicap» que constituye para algunas empresas y proyectos nuevos el no contar con historia pasada.

Se indicó que hoy, en general, la evaluación de riesgo se basa en la solvencia de los emisores, que en definitiva constituye la capacidad de pago actual, en tanto, la evaluación de riesgo en estudio para superar la carencia de historia estaría orientada a plantear cómo se presentarían los flujos futuros.

En todo caso, las fuentes señalaron que la historia de al menos tres años, que a la fecha se exige a las empresas para ser elegibles como inversión de los Fondos de Pensiones, no significa necesariamente que dicho plazo deban cumplirlo en calidad de sociedades anónimas abiertas con transacciones en bolsa, sino que basta con que cuenten con estados financieros auditados.

En relación al ingreso de nuevos instrumentos al mercado bursátil, las fuentes indicaron que la autoridad está buscando incentivar a las empresas para que consideren la conveniencia de transar sus títulos en el mercado. En ese sentido, se señaló que se está estudiando la posibilidad de desarrollar segundos mercados.

Explicaron que ello significa que tales empresas necesitarán de menores requisitos de información para conseguir que se transen sus títulos o para lograr su inscripción en el registro de valores.

Dijeron que por esa vía se encuentra el incentivo que se aplicará a las nuevas empresas a fin de que decidan abrirse y transar sus títulos en el mercado bursátil. En tanto, subrayaron, "no se está pensando en incentivos de tipo tributario o de naturaleza similar para que se desarrollen o aparezcan nuevos instrumentos".

Resaltaron que "está fuera de la política de gobierno favorecer alguna actividad especial por la vía de algún tipo de excención tributaria, ya que genera distorsiones que eventualmente anularían los beneficios que se pudieran obtener".

FALTAN INSTRUMENTOS

En cuanto a la inquietud respecto a una falta de instrumentos en el mercado, las fuentes informaron que se está buscando incentivar el desarrollo de algunas modalidades, entre ellas, los bonos convertibles en acciones.

Se indicó que este tipo de instrumento contribuiría al financiamiento de proyectos nuevos y parece bastante adecuado, pues en un primer período cuenta con pago de intereses y posteriormente no genera carga de endeudamiento, transformándose en parte de la propiedad de la sociedad, al ser convertible en acción.

Las fuentes consideraron que la apliación de este tipo de instrumento podría ser adecuado para inversiones tales como proyectos nuevos de envergadura entre los que figuran centrales hidroeléctricas, caminos, túneles y puertos.

En este panorama de escasez de instrumentos se mencionó como importante el desarrollo de la emisión de instrumentos securitizados; vale decir, transformar en valores transables, homogéneos, un conjunto de instrumentos no homogéneos como pueden ser las cuentas por cobrar.

Las fuentes estimaron que dicho instrumento podría constituir una inyección importante de financiamiento para sectores de comercio u otros.

"Sería una especie de bono cuyo respaldo lo constituirían las cuentas por cobrar, que ha sido lo más típico en el mundo que se ha securitizado. Consiste en dar forma de instrumento transable, de valor, a un conjunto de otros instrumentos que no tienen esas características y que por lo tanto no pueden ser transables", subrayaron finalmente.

Inversiones de AFP

2/7/91

Señor Director:

En el artículo "Abrete, Sésamo", de José M. Silva, publicado en el cuerpo B del domingo 30 de junio y referido al impresionante aumento de los precios de las acciones en Chile, se hace referencia al hecho de que las AFP manejan cerca de US$ 8.000 millones en inversiones y de ésos, US$ 700 millones invertidos en acciones. El mismo artículo proyecta un aumento de más de 200% en estas inversiones hasta el fin de la década. Es decir, a condiciones constantes, el monto invertido en acciones por las AFP superará los US$ 2.000 millones a fines de la década.

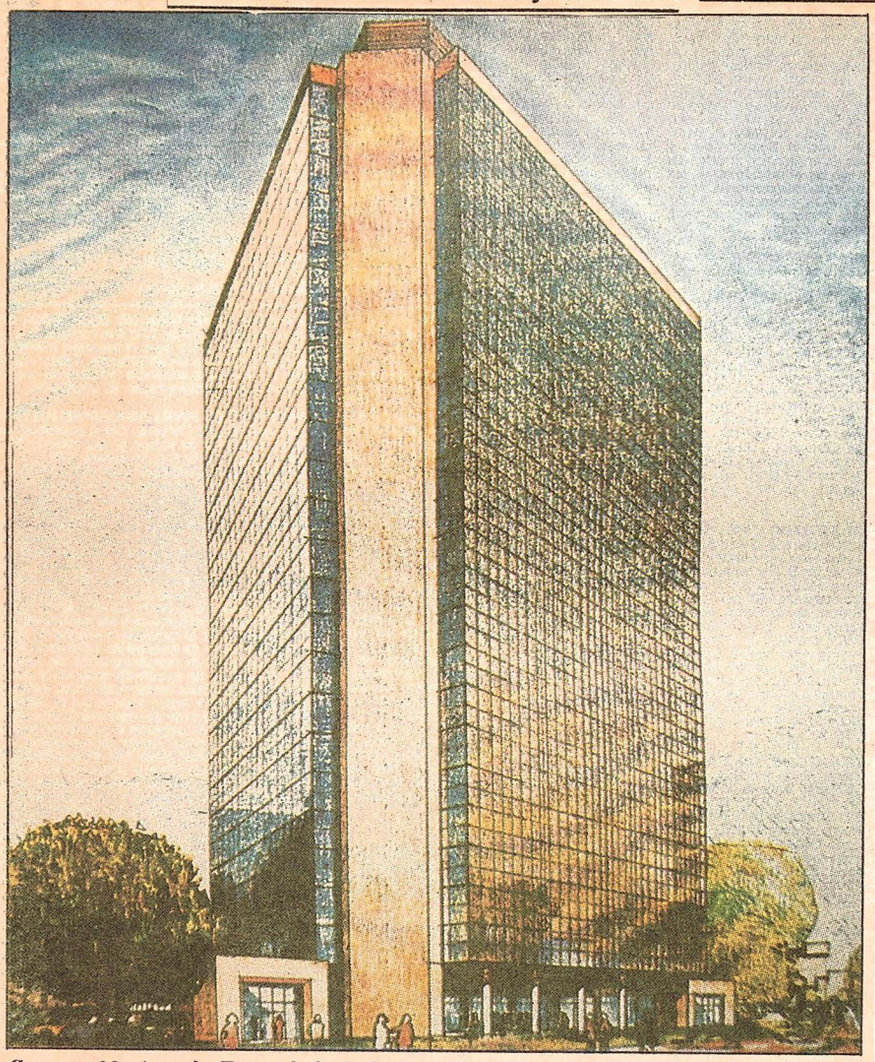
En este sentido es interesante resaltar el artículo escrito por el conocido Peter Drucker en "Harvard Business Review" (Reckoning with the Pension Fund Revolution, HBR, march-april 91 issue). En él, Drucker expone que los inversionistas institucionales en USA, principalmente fondos de pensiones, controlan cerca del 40% de las acciones de las mayores empresas. Los fondos de pensiones controlan activos por un total de US$ 2,5 trillones entre acciones comunes e inversiones de renta fija. En la década del 90 deberán invertir entre 100 y 200 billones en nuevos recursos cada año. Una cantidad gigantesca que lleva a Drucker a calificarla como uno de los más asombrosos cambios de poder en la historia de la economía. Cosa que, manteniendo las diferencias, está ocurriendo en Chile.

J. M. Silva menciona en su artículo que a los fondos de pensiones en Chile no les interesa controlar las empresa en que invierten, sino tener alternativas para invertir sus cuantiosos recursos. Drucker dice exactamente lo mismo de los fondos de pensiones en EE.UU. Ellos no quieren ser propietarios, sólo inversores pasivos o inversionistas de corto plazo. Argumentan: "no compramos una compañía, sólo acciones que vendemos tan pronto nos ofrezcan un prospecto de ganancia de capital dentro de un razonable corto tiempo". Sin embargo, Drucker contraargumenta diciendo que un inversionista por definición puede vender sus tenencias; no obstante, la propiedad de acciones de incluso fondos de pensiones medianos en EE.UU. es tan grande que es poco probable que sean vendidas con facilidad. Más precisamente, esas acciones podrán ser vendidas sólo si otro fondo de pensiones de gran tamaño las compra. Lo mismo ocurre en Chile. Pensemos por un momento qué ocurriría si las AFP salen a vender sus acciones y no son compradas por otras AFP o fondos extranjeros.

Esta situación lleva a que los grandes fondos en Estados Unidos están comenzando a aprender que si no pueden vender, deben preocuparse de las compañías en que tienen inversiones. Drucker expone que los fondos deben asegurarse de manera creciente que una empresa tenga los administradores que necesita. Esto significa que los administradores deben ser responsables por rendimiento y resultados. Su gestión debe ser contabilizada y evaluada. Para ello, Drucker presenta la definición de rendimiento que tienen los conocidos Hausbanks en Alemania y los Keiretsus en Japón. Ellos buscan "maximizar la capacidad de creación de riqueza de la empresa". Término que sería muy largo de entrar a definir en esta carta. Estos dueños institucionales en ambos países apoyan a los administradores de las empresas independientemente de los resultados de corto plazo mientras las empresas rindan de acuerdo con un plan de negocios diseñado para maximizar la capacidad de creación de riquezas y que es consensuado entre los administradores y los dueños. Esto hace que ambos lados se concentren en resultados y los administradores ser evaluados contra esos resultados, pero también da a administradores eficientes y rendidores la necesaria continuidad y seguridad.

Es cierto que en el caso chileno la propiedad de las grandes compañías está mucho más concentrada en pocos dueños comparado con el caso de EE.UU., que estos dueños están encima del negocio por lo general y exigen resultados y que también los administradores profesionales chilenos han demostrado ser bastante eficientes. Sin embargo, la gran concentración de fondos de las AFP en pocas compañías, las pocas perspectivas que se ven por el momento de una gran diversificación de los fondos totales de las AFP y el hecho de que no es esperable que la bolsa continúe en el futuro con aumentos cercanos al 100% semestral, hace que para mantener los actuales rendimientos sobre su inversión quizás si las AFP deberán participar aún más en la dirección de las empresas en las cuales están invirtiendo a objeto de mejorar su rentabilidad. Participar exigiendo planes concretos a mediano y largo plazo y midiendo el rendimiento de los administradores de esas empresas contra los planes diseñados. Siempre en un sentido de cooperación con los otros dueños de estas empresas. Todo en beneficio de los imponentes de las AFP y, por cierto, del país todo.

Juan Francisco Noriega Caraves
Ingeniero Comercial



Con sus 32 pisos, la Torre de la Industria que comenzará a construirse en los próximos meses, se constituirá en el edificio más alto de Santiago. El inmueble representará una inversión de US$27 millones, albergará a la Sociedad de Fomento Fabril y sus gremios y se espera que esté operando a fines de 1993.

El edificio inteligente estará ubicado en avenida Costanera al llegar a Vitacura. La Sofofa ocupará los primeros tres pisos y en los dos pisos siguientes se concentrarán las asociaciones gremiales integradas a la Sociedad. Entre los pisos 6º y 12º estarán situadas las oficinas de catorce industrias nacionales, como Metalpar, Manufactura de Tubos de Acero, Textiles Indigo, Cecinas San Jorge, Compañía Elaboradora de Metales, Industrial y Comercial La Capilla, Hilados y Tejidos Garib, Accesorios para Vehículos Juan Riveros, Inmobiliaria Rapelco e Inversiones Colamar. En los pisos 20 y 21 se ubicarán el Consorcio Maderero, Aserraderos Pacífico, Maderas Cóndor, Hernández Exportaciones Ltda., Clemente Eblen y Cía, Saieg y Cía., Zalaquett y Cía. Los restantes pisos son propiedad de la empresa constructora Senexco.

AFP Podrán Financiar "Malls" y Expansión De Cadenas Comerciales

● En el caso de Rentas Inmobiliarias, sociedad formada mayoritariamente por AFP, se busca canalizar a negocios de ese y otros del giro inmobiliario alrededor de $ 2 mil millones.

Las cadenas comerciales, los proyectos turísticos y hoteleros como asimismo los centros comerciales o "malls" y los edificios de oficinas se encuentran entre los interesados en obtener financiamiento de los Fondos de Pensiones para sus planes de expansión y desarrollo de nuevos proyectos.

Una vía de acceder a estos recursos es a través de sociedades de inversión inmobiliaria como es el caso de Rentas Inmobiliarias, que fue constituida para canalizar los recursos administrados por las AFP en la adquisición de bienes raíces de uso comercial o industrial.

Según explicó ayer el gerente general de Rentas Inmobiliarias, Fernando Sánchez, esta sociedad constituida mayoritariamente por AFP está estudiando en la actualidad diversas alternativas para financiar disponiendo en la actualidad de recursos por alrededor de 2 mil millones de pesos para orientar a esos fines. No obstante, recordó que esta sociedad por la vía de la capitalización de los accionistas puede disponer de mayores recursos para negocios inmobiliarios y financieros.

Recordó que recientemente Rentas Inmobiliarias hizo un aumento de capital consiguiendo elevarlo a aproximadamente 3.300 millones de pesos. Especificó que la emisión de acciones ascendió a alrededor de 52.096 títulos que fueron suscritos por los accionistas en la misma proporción correspondiente a su propiedad accionaria. Es así como matuvieron el 20 % de su participación accionaria las AFP Provida, Habitat, Santa María y Magister. En tanto, Summa y Cuprum continuaron con alrededor del 10 % cada una.

Fernando Sánchez precisó que la aternativa que ofrece Rentas Inmobiliarias puede contribuir a quienes están desarrollando determinados negocios, por ejemplo las cadenas comerciales, a obtener recursos para el desarrollo de su actividad. Por ejemplo, mediante la venta de los bienes raíces en los que operan a fin de transformar ese capital en recursos disponibles y útiles para su negocio, obligándose al pago de un arriendo a la sociedad inmobiliaria.

Detalló que Rentas Inmobiliarias también puede ofrecer operaciones de leasing inmobiliario consistentes en el financiamiento de un inmueble comercial o industrial a través de la suscripción de contratos de arriendo a largo plazo con opción de compra.

AFP: ¿Accionistas de Bancos?

- Las acciones "B" del Chile, Santiago y Crédito debieran ser evaluadas en estos días por la Comisión Clasificadora de Riesgos, con el objeto de que ésta determine si esos títulos pueden o no ser adquiridos por los fondos de pensiones.
- Serían los primeros bancos "afepeables" y mientras ellos se verían recompensados por un voto de confianza, las AFP tendrían más opciones de inversión.
- ¿Pasarán el test de la blancura?... Según las AFP, las acciones de los tres bancos cumplen con los requisitos para ser clasificables.



Por CAROLINA GARCIA DE LA HUERTA

Quien haya recorrido los pasillos de la Bolsa de Comercio en los últimos días, con los oídos bien atentos a los rumores, probablemente de algo se enteró. También es factible que quien haya seguido de cerca el precio de los títulos de los bancos de Chile, Santiago y del Crédito se percató de que algo estaba ocurriendo tras bambalinas.

Porque aun cuando la Bolsa ha dado sus sorpresas en el último tiempo, lo que ha estado sucediendo con las acciones de esas entidades escapa de toda normalidad. Las del Banco de Chile, por ejemplo, aumentaron su valor desde los $ 4,45 del día 1º de julio a los $ 6,45 con que cerró el viernes recién pasado... un aumento superior al 40 %.

El Crédito siguió una suerte similar. El último cierre del viernes fijó el valor de su acción en 6,90 pesos. Pero esta entidad cuenta con una buena explicación bajo la manga, porque, como se ya ha anunciado, se espera que durante el próximo mes de agosto el Banco de Crédito termine con sus compromisos financieros con el Banco Central, noticia que por sí sola basta para hacer subir los precios en la Bolsa.

Y hablando de alzas, los títulos del Santiago también en los últimos días han empezado a empinarse, y ya muestran un valor cercano a los 4 pesos 50 centavos.

Sin nada demasiado decidor, y tratando de guardar las reservas que el caso merece, el mercado bursátil fue incorporando la noticia de que las Administradoras de Fondos de Pensiones proyectaban hacer "afepeables" las acciones de las entidades financieras mencionadas, lo que finalmente explica el alza bursátil.

Y TODOS CONTENTOS

Y fueron las mismas AFP las que dieron un paso importante adelante, presentando a la Comisión Clasificadora de Riesgos la iniciativa para que las acciones clase "B" de las entidades mencionadas fueran clasificadas y ser así susceptibles de ser adquiridas por los fondos de pensiones.

Como la iniciativa vino desde las AFP, éstas podrían adquirir hasta el 1 % del monto de los recursos del fondo de pensiones que manejan, dado que caen en la categoría de empresas "concentradas" y aunque ese es el caso sólo del Crédito —en el Santiago el grupo Luksic aparece con algo menos del 10 %—, los tres bancos aludidos no tienen pacto de desconcentración.

Los bancos, felices a no dar más con el proyecto. Muchos dicen que serían incluso los más interesados, pues es indudable que tener esa calidad de socio da definitivamente otra categoría en el mercado. Y si eso es cierto para cualquier tipo de empresa, no se puede olvidar que en este caso el gancho de ser "afepeable" sería doblemente valorado por al menos dos de estos bancos —el Chile y el Santiago—, los que presentan las deudas subordinadas más abultadas con el Banco Central.

Las AFP, por su parte, pretenden de esta forma obtener más opciones de inversión, ya que las restricciones imperantes hasta la fecha explican en alguna medida importante el boom bursátil de los últimos meses. "Faltan títulos que comprar" es la queja que normalmente se escucha. Y en este sentido, cabe recordar que las 14 AFP existentes en el mercado acumulan mes a mes, y sólo por concepto de lo que reciben a través de las cotizaciones, un monto cercano a los 70 millones de dólares, los cuales quedan disponibles para ser invertidos. Y la pregunta recurrente es ¿en qué?

Y por eso el esfuerzo de estar permanentemente ampliando el abanico de opciones, lo que no quiere decir que tras la clasificación las AFP compren esas acciones. Lo que sí es importante recordar es que, a la fecha, las administradoras tienen un monto total de recursos que se empina por sobre los 8.200 millones de dólares, y pueden invertir sólo en 50 sociedades que se transan en bolsa, lo que a ojos vistas es insuficiente. Cabe hacer notar que un estudio reciente revela que si nada cambiara, en el año '95 el déficit de instrumentos para las AFP llegaría a 6,8 %. Y para el 2000 esa cifra se eleva al 25 %, lo que quiere decir que de no buscar mayores alternativas, no habría qué hacer con la cuarta parte de los recursos acumulados por los fondos de pensiones.

Y el mercado, tal y como está, no da para más. Un hecho, a estas alturas, reconocido por todos, tanto es así que hacia allá precisamente corren las intenciones de la autoridad del ramo en pos de buscar más posibilidades para los inversionistas institucionales.

Y así, mientras los bancos —sobre todo aquellos con deuda subordinada— buscan credibilidad y qué mejor "voto de confianza" que las AFP, éstas, por su parte, buscan desesperadamente dónde invertir.

Pero hasta ahí no llegan los intereses. Porque, según se supo, el Gobierno también estaría mirando con muy buenos ojos lo que está ocurriendo. Mal que mal, la cuasi campaña que ha desarrollado un grupo de economistas socialistas —entre ellos el vicepresidente del PPD, Sergio Bitar, y el diputado socialista Jaime Estévez— en relación a la necesidad de buscar una solución al problema financiero de los bancos con cartera subordinada, es un tema que preocupa al Gobierno.

EL CAMINO RECORRIDO

Como es habitual, todos los días 15 de cada mes se presentan a la Comisión Clasificadora de Riesgos —formada por cuatro representantes de las AFP y tres Superintendentes— proyectos que buscan abrir un nuevo camino de inversión para las Administradoras de Fondos de Pensiones.

La citada comisión estudia en la última semana de cada mes las iniciativas presentadas, y, cual colador, intenta detectar el riesgo que cada instrumento presenta, para así determinar finalmente si éstos pueden ser susceptibles de ser adquiridos por las AFP, y con el cuidado de mantener siempre resguardado el patrimonio de los trabajadores.

Y en eso están. El proyecto está listo y elaborado para pasar por el test de la blancura. Debió hacerlo en la semana recién pasada, pero las últimas informaciones señalaron que probablemente el caso de los bancos sea visto en los primeros días de esta semana, y, de ser así aprobado posiblemente el próximo jueves primero de agosto, las acciones de estos tres bancos sean publicadas como instrumentos elegibles dentro de la lista que aparece en el primer día hábil de cada mes en el Diario Oficial.

Consultadas fuentes de las AFP respecto de por qué se optó por estos bancos, se indicó que la opción se tomó debido a que cumplen con los requisitos para clasificar. Mientras otros del mercado no. Es así, por ejemplo, que frente a las exigencias de poseer una presencia bursátil de un 20 %, ser clasificados en primera categoría por empresas especializadas privadas y tener al menos tres años de historia, el trío propuesto responde bien.

Y aunque para muchos resulte una interrogante importante el cómo entidades que mantienen fuerte deuda subordinada, como es el caso del Chile y el Santiago, pueden pasar la clasificación, cabe recordar que de acuerdo con instrucciones de la propia Superintendencia no se puede clasificar distinto a un banco que otro por el hecho de que uno de ellos mantenga ese tipo de obligación.

Por lo tanto, la deuda no pesa en el momento de clasificar. Sí puede hacerlo cuando alguna AFP quiera adquirir las acciones, pero esa es otra decisión.

Con todo, se informó que de acuerdo con los cálculos, las acciones de cualquiera de estos bancos, y en lo que toca al Chile y al Santiago con deuda subordinada y todo "son tan buena inversión como cualquier otra del centro".

Incluso más. Las rentabilidades que presentan son bastante atractivas. En el primer semestre de este año y tras el pago de sus obligaciones con el Central, el Santiago obtuvo una utilidad de $ 2.146 millones; el Crédito, por $ 136 millones, y el Chile, por 3.737 millones de pesos.

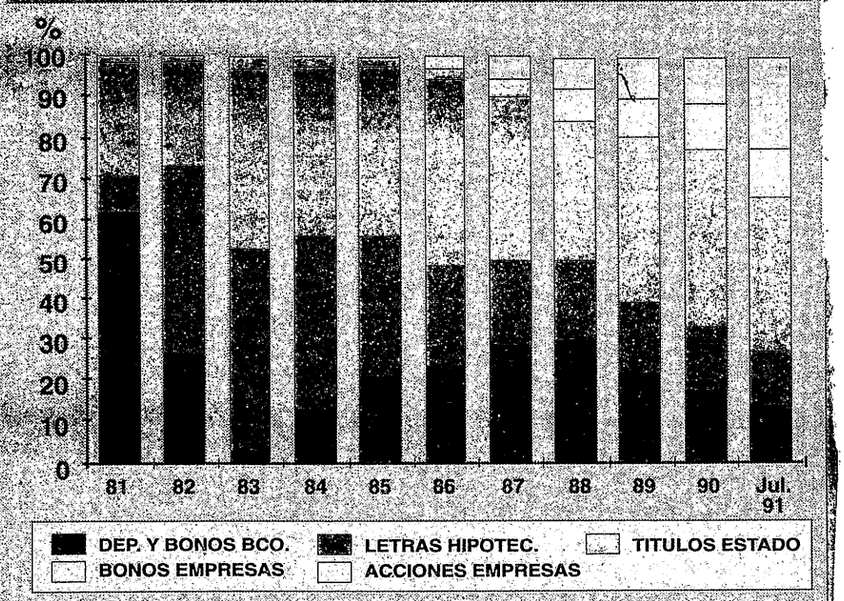
Si se observan otros índices relevantes, como la relación precio utilidad, también algunos llegan a la conclusión de que éstos muestran buenos indicadores, ya que en lo que a esto respecta, las cifras incluso son mejores al promedio del mercado.

"Cuando suena el río es porque piedras trae", dice el conocido refrán. Y análogamente éste calza perfectamente con los movimientos bursátiles, porque todo tiene su explicación; no hay alza o baja injustificada. En este caso se trata de la intención de hacer de las acciones de los bancos mencionados instrumentos posibles para las AFP y de pasar éstos el test de la blancura en los próximos días, lo más probable es que aumenten de valor, ya que serán 14 los potenciales nuevos interesados. Y vaya qué poder adquisitivo tienen las AFP...

Economía en Gráficos

DIVERSIFICACION DE FONDOS DE PENSIONES

Porecentaje del total a Dic. de cada año



NOTA: 1991 = DIVERSIFICACION A JULIO

FUENTE: SUPERINTENDENCIA DE A.F.P.

CLARO y asociados
INGENIEROS Y ECONOMISTAS

En el gráfico se muestra la composición de las inversiones de los Fondos de Pensioneso. En 1981 estaban invertidos en 3 tipos de papeles: estatales, depósitos y bonos de bancos, y en letras hipotecarias emitidas por bancos. Después se han agregado los bonos de empresas (privadas y públicas) y las acciones. Nótese que las cifras corresponden a la diversificación efectiva de los F.P. y no a la autorizada. En este sentido, la legislación fija porcentajes máximos de cada tipo de instrumento entre los que cada A.F.P. debe escoger. Por ejemplo, se permite que hasta un 45 % de los F.P. se invierta en títulos del Estado. A julio de 1991 el porcentaje real era de un 39,2 %. Para las letras hipotecarias se permite hasta un 80 % pero en julio había un 13,8 %. Hasta un 30 % de los F.P. puede invertirse en acciones. El último dato es de un 22,6 %. Para los depósitos se contempla hasta un 30 % ó 40 % dependiendo del plazo (mayor o menor a un año). A julio había un 13,3 % del total. Además de estas restricciones globales por instrumento existen limitantes individuales por cada emisor de manera que cada F.P. no tenga una parte demasiada alta de sus valores en títulos de un banco o de una empresa determinada. Vale la pena agregar que si los F.P. disminuyen su porcentaje en cierto instrumento no significa, necesariamente, que bajan el monto invertido en éste. Por ejemplo, en 1985 un 50,6 % de los F.P. estaban invertidos en Letras Hipotecarias, 27,7 millones de U.F. En julio de 1991 el 13,8 % del total equivale a 56,5 millones de U.F.

Inversiones de Fondos Previsionales

Desde que empezó a operar en Chile el nuevo sistema de pensiones, basado en la capitalización de los aportes de los trabajadores en cuentas individuales, la discusión sobre el uso de tales recursos ha sido permanente. Tomando en consideración la importancia que tienen tanto la rentabilidad como la seguridad de dichas inversiones, la legislación sobre la materia ha sido bastante estricta, pero en forma paulatina se ha venido produciendo una flexibilización en las normas respectivas.

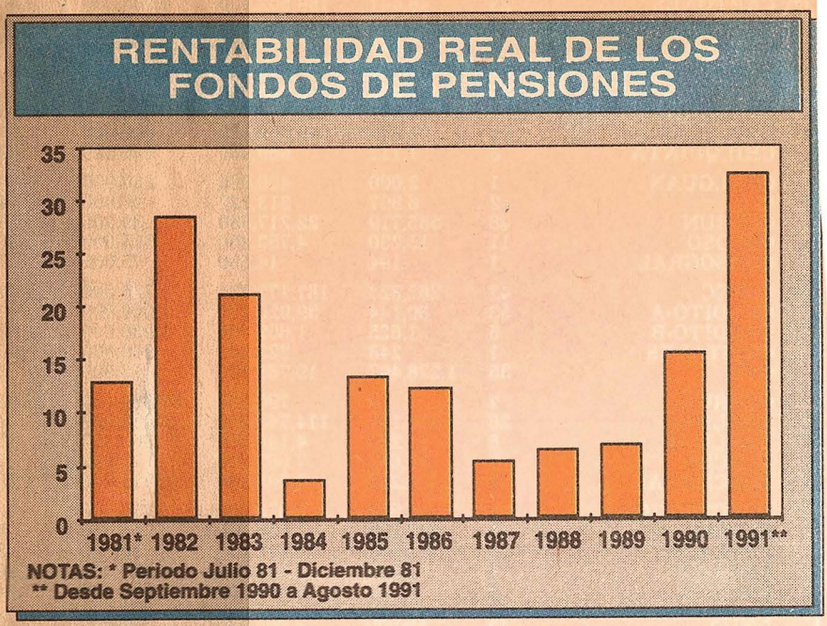
A pesar de los avances que se han producido en el tema, y que en definitiva han significado ampliar la gama de posibilidades de inversión para los fondos de pensiones, es necesario continuar avanzando en la dirección señalada. Cabe hacer presente que se encuentra pendiente la promulgación de los reglamentos que facultarán a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a invertir parte de los recursos acumulados en el extranjero, lo cual va a contribuir a una mayor diversificación de las inversiones, disminuyendo el riesgo del Fondo como un todo y haciendo posible a la vez obtener una rentabilidad más elevada.

Por otro lado, hace tiempo que está tomando cuerpo la idea de flexibilizar las normas de inversión, en el sentido de permitir que una parte de los recursos acumulados pueda destinarse a la adquisición de títulos emitidos por empresas de más reciente creación. Cabe tener presente que para que un instrumento pueda ser adquirido por los Fondos de Pensiones debe haber sido aprobado previamente por la Comisión Clasificadora de Riesgos, organismo que hasta la fecha exige como requisito básico que las empresas emisoras de títulos tengan al menos tres años de existencia.

Habida consideración de los volúmenes que están alcanzando los Fondos de Pensiones, y tomando en cuenta la importancia que tiene para los afiliados el que se vayan ampliando las posibilidades de tener acceso a inversiones rentables, que a la vez permitan obtener una más adecuada diversificación del riesgo, se está discutiendo la posibilidad de flexibilizar las normas que regulan las inversiones en esta materia. Es en este contexto que se ha planteado, entre otras cosas, la posibilidad de autorizar a los Fondos de Pensiones para que puedan invertir en obras públicas. Habiéndose promulgado recientemente un cuerpo legal que permite entregar en concesión a empresarios privados la construcción y operación de ciertas obras, con sujeción a determinadas cláusulas contractuales, entre las cuales se encuentra la facultad de establecer cobros por el uso de la infraestructura en cuestión, ciertamente surge ésta como una posibilidad de inversión más.

Algunos analistas han hecho ver su preocupación por lo que podría significar el destinar parte de los recursos previsionales al financiamiento de obras públicas. Existe el temor de que ello pueda abrir paso a un incesante flujo de recursos desde los Fondos de Pensiones hacia el sector público para el financiamiento de sus programas, lo cual no sería garantía ni de rentabilidad ni de seguridad. Pero no se trata en este caso de destinar fondos previsionales al Estado, sino que a inversionistas privados que construirían y operarían determinadas obras de infraestructura o viales que les hayan sido entregadas en concesión, formando empresas para tal efecto. Tampoco se trata de dejar de lado los aspectos de rentabilidad y seguridad. Al contrario, habiendo conciencia de que han de buscarse nuevas posibilidades de inversión, ésta que se comenta parece ser una buena opción. Por cierto, ello quedaría limitado sólo a una pequeña fracción de los Fondos de Pensiones, y debería a la vez cumplir con requisitos básicos que constituyan garantía suficiente para los inversionistas.

EL MERCURIO — Sábado 10 de Agosto de 1991



ENTRE JUNIO Y AGOSTO ULTIMO:

US$ 1.160 Millones Creció en Tres Meses El Fondo de Pensiones

- Al cierre de agosto superó los US$ 9 mil millones, atribuyéndose este aumento al importante alza de los precios accionarios, que representan alrededor del 23 % de su cartera de inversión.

- Anotó una rentabilidad real de 32,4 % en los últimos doce meses, cifra que se ubica en nivel record.

En 1.160 millones de dólares creció en sólo tres meses el valor de los fondos previsionales agrupados en el Fondo de Pensiones al considerar la evolución registrada entre fines de mayo y agosto último, cuando superó los 9 mil millones de dólares.

En tanto, la rentabilidad real de los doce últimos meses al cierre de agosto llega a 32,4%, ubicándose nuevamente en nivel record. Cabe recordar que en 1990 fue de 15,6 % y el año en que había anotado un mayor nivel, 1982, llegó a 28,5 %.

En cuanto al valor del Fondo de Pensiones, entre junio y agosto pasado, éste anotó un incremento de 190 millones de dólares, y el mes anterior el alza había sido aún mayor llegando a 692 millones de dólares entre junio y julio últimos.

Según cifras al cierre de agosto en-

(Continúa en la página B10

US$ 1.160

(De la página B 1)

tregadas por la Superintendencia de AFP, el Fondo de Pensiones que posee una mayor proporción del total de los recursos previsionales agrupados en este sistema es Provida, con un 24,64% equivalente a 2.258,5 millones de dólares. Después se sitúa Santa María, con un 18,47%, que corresponde a 1.692,6 millones de dólares, y Habitat con un 17,18%, equivalente a 1.574,6 millones de dólares.

La cartera de inversiones del Fondo de Pensiones, al cierre de agosto pasado, se encontraba en un 23 % en acciones, lo que corresponde a un total de 749.870 millones de pesos. En tanto, otro 35,58 % se había orientado a pagarés reajustables del Banco Central, correspondiendo a 1,16 billón de pesos.

Otro porcentaje importante, equivalente al 13,73 % y 447.710,8 millones de pesos, se encontraba en letras hipotecarias, mientras que a bonos de empresas públicas y privadas se había destinado un 11,5 %, igual a 375.199,8 millones de pesos.

RENTABILIDAD DEL FONDO

En cuanto a la rentabilidad real anotada por los fondos de las diversas administradoras en los últimos doce meses al cierre de agosto, la más alta cifra la registró Summa con un 35,9 %. Después se ubicaron Magister con 35,7 %; Protección con 34,7 %; Habitat con 33,9 %; Planvital con 33,8 %; y Unión y Futuro, ambas con 33,5 %. Luego, el Libertador y Santa María, ambas con 32,9 %; y Cuprum con 32,4 %.

Finalmente, siguieron Concordia con 31,3 %; Invierta con 29,8 % y Provida con 28,9 %.

16 Dg 91
2

SEGUN ESTUDIO DE FELLER Y MACHERONE:

Entel, Corfo y Iansa Podrían Securitizar Sus Acreencias

● Especialistas plantearon que eventualmente podrían transformar sus cuentas por cobrar e ingresos futuros en títulos homogéneos susceptibles de ser transados en mercados secundarios.

Existen varias empresas que eventualmente podrían encontrar atractiva la securitización de sus acreencias, cuentas por cobrar e ingresos futuros, según lo plantea un estudio de Alvaro Feller y Rafael Macherone, al referirse a esta nueva alternativa de inversión para los Fondos de Pensiones.

En el caso de las empresas no bancarias mencionaron a Entel, Iansa y como caso especial la Corporación de Fomento de la Producción (Corfo).

En el trabajo que presentaron en un reciente seminario en la Universidad Adolfo Ibáñez, en Santiago, especifican que el concepto de securitización, en términos simples, se refiere a la transformación de carteras de activos de poca liquidez, principalmente préstamos o cuentas por cobrar, en "securities" o títulos homogéneos, susceptibles de ser transados activamente en mercados secundarios.

En el caso de la deuda no bancaria securitizada, que corresponde a un acreedor original no bancario, indican que se observa que puede resultar atractiva la securitización bajo el esquema de fondo de inversiones. Esto, a través de dos vías en las que el acreedor original mantiene la administración plena de la cartera de deudores. En un caso, será la empresa acreedora original la que emita documentos garantizados con sus cuentas por cobrar y el fondo adquirirá esos documentos; y en el otro, será el fondo el que adquiera directamente las cuentas por cobrar.

También detallan que en el caso de securitizar futuras cuentas por cobrar, como puede ser una compañía de teléfonos que utiliza parte de sus ingresos futuros por cuentas telefónicas para adelantar la obtención de fondos, se dan básicamente tres modalidades.

Una en la que el ente securitizador compra los futuros ingresos del emisor y emite un título contra ellos. Este título puede ser un bono garantizado con esos ingresos futuros, o bien una cuota de participación. Aquí el ente securitizador recibe los montos que se vayan recaudando, sin ninguna garantía de pago por parte del emisor.

Una segunda modalidad según indican en el estudio es aquella en la que el emisor asegura al ente securitizador un determinado flujo. Si los montos recaudados son inferiores a los pactados, el emisor debe efectuar pagos compensatorios; si son superiores, el pago se realiza con lo recaudado y el exceso es del emisor.

La tercera modalidad, según indican, es aquella en la que la empresa emite bonos u otros títulos, garantizados con los flujos de ingresos futuros, correspondientes a las cuentas de sus clientes. Estos bonos son adquiridos directamente por inversionistas institucionales.

ENTEL CHILE

En el trabajo plantean, asimismo, que es interesante discutir la posibilidad de securitizar ingresos futuros de empresas que tienen una facturación relativamente estable, dispersa y homegénea. Indican que un ejemplo típico es el de empresas de "utilidad pública" como las compañías telefónicas y de telecomunicaciones y entre ellas, Entel Chile.

Especifican que esta compañía recibe en promedio alrededor de 24 millones de dólares anuales en ingresos provenientes del extranjero, como consecuencia de los mecanismos establecidos a nivel internacional entre los distintos transportadores de señales de larga distancia.

Agregan que el potencial securitizable, por su estabilidad en cuanto a quien es el pagador, corresponde a alrededor del 35 % de ese total vale decir aproximadamente 9 millones de dólares anuales.

Detallan los especialistas que "un esquema de securitización factible de llevar a cabo implicaría la adquisición por parte del ente securitizador de todo o parte de esos ingresos futuros por un período de tiempo, posiblemente con algún tipo de mecanismo tendiente a asegurar ciertos mínimos y máximos durante la vigencia del contrato".

Por medio de este mecanismo, especifican, "Entel podría financiar sus constantes necesidades de inversión o sustituir parte de sus actuales emisiones de bonos. En términos de montos involucrados, se puede pensar en la adquisición de ingresos en el rango de entre 5 y 10 años. Esto es, entre 45 y 90 millones de dólares".

INDUSTRIA AZUCARERA

Indican que otra empresa a la cual le podría resultar atractiva la securitización de sus acreencias es Iansa, la que posee importantes cuentas por cobrar e información suficientemente abierta. Añaden que esta empresa actúa como una especie de banco de fomento con respecto a sus agricultores proveedores, principalmente productores de remolacha para la fabricación de azúcar.

Especifican que "Iansa hace un seguimiento muy estrecho de sus proveedores remolacheros, incluyendo asistencia técnica, visitas periódicas y desembolsos según estado de avance de las faenas. Asimismo, dado que es el único poder comprador de remolacha, se asegura el pago mediante la liquidación de sus adquisiciones netas de los montos adeudados por los proveedores".

Estiman que mediante la securitización de sus acreencias con los proveedores la industria azucarera podría sustituir buena parte del financiamiento que entrega a los proveedores, y que asciende a alrededor de 50 millones de dólares.

Expresan que existen otras empresas que operan de manera similar a Iansa frente a sus proveedores pero su potencial securitizable no es suceptible de ser dimensionado ya que la mayoría de ellas son sociedades cerradas. Detallan que es el caso de Malloa, algunas viñas grandes, traders y conserveros.

LA CORFO

En cuanto a la Corporación de Fomento de la Producción, en el trabajo mencionan que es securitizable un monto significativo de la cartera por alrededor de 700 millones de dólares de la Corfo, que está orientada a entregar financiamiento a las instituciones financieras y sociedades de leasing para que éstos efectúen préstamos directos a sus clientes para fines de inversión.

Agregan en el estudio que, "aparentemente, la idea de Corfo al enajenar esta cartera es abandonar la relación directa con el usuario final y trasladarla hacia las entidades financieras. Desde esta perspectiva, es claro que un ente securitizador no es la instancia adecuada. Sin embargo, sí se puede idear un esquema en el cual participe simultáneamente una institución financiera y un ente securitizador en la adjudicación de un paquete de créditos".

Especifican que "el ente securitizador adquiriría los créditos, pero delegaría, mediante un contrato adecuado, a la institución financiera su administración en los términos usuales a una operación de securitización entre un banco y un ente securitizador".

Indica, finalmente, que "por los montos asociados y el posible interés de Corfo de enajenar al menos una parte de su cartera de préstamos, es claro que las perspectivas que se abren son altamente interesantes para la realización de operaciones de securitización en volúmenes suficientemente atractivos para los fondos de pensiones".

ALVARO FELLER RESPECTO A LAS AFP:

Plantean Explorar Inversión Externa en Nuevos Valores

● Especialista dijo que se deben buscar alternativas más rentables en el exterior, como instrumentos de deuda y acciones de empresas no bancarias de primer nivel.

La búsqueda de nuevas alternativas de inversión en el exterior para los Fondos de Pensiones, aparte de las contempladas actualmente en la ley y que presentan niveles menores de rentabilidad, planteó ayer Alvaro Feller, de la Clasificadora de Riesgo Feller Schleyer Rating.

Estimó que considerando la actual normativa, la aprobación para que los Fondos de Pensiones inviertan en el exterior ofrecería ventajas de diversificación y no de una mayor rentabilidad.

"Debe recordarse —expresó— que la ley define como factibles de ser adquiridos por los fondos sólo instrumentos externos de altísima seguridad: títulos de deuda emitidos o garantizados por Estados, bancos centrales o bancos, con amplia presencia en los mercados secundarios internacionales".

Indicó que dichos títulos "son muy seguros en cuanto a su pago oportuno, pero por lo mismo, son también los que presentan las menores rentabilidades como inversión permanente".

En este sentido, consideró que "las principales ventajas para los fondos de pensiones de invertir en el exterior no vienen dadas por su potencial mayor rentabilidad, sino como un mecanismo de permitir algún grado mayor de diversificación por emisor, y una mayor estabilidad ante fluctuaciones de tipo macroeconómico, tanto en los niveles de actividad como en las tasas de interés".

En este sentido, expresó que junto con aprobar la inversión de los Fondos de Pensiones en el exterior, también debe explorarse la ampliación de las opciones de inversión en el extranjero hacia otro tipo de valores. Entre ellos, mencionó, "principalmente instrumentos de deuda y acciones emitidas por empresas no bancarias de primer nivel, con amplios mercados secundarios, como también otras posibilidades, tales como fondos mutuos cerrados, similares a nuestros incipientes fondos de inversión".

"Estos títulos —añadió— tienen normalmente una mejor rentabilidad y ofrecen una seguridad no inferior a la de las empresas en que actualmente tienen invertidos sus recursos los fondos de pensiones chilenos. Para estos efectops —dijo— un apoyo fundamental es la información que se entrega a través de las clasificaciones de riesgo o "ratings" que realizan entidades especializadas de amplio prestigio como Moody's y Standard & Poor's".

VALOR SIMBOLICO

Alvaro Feller expresó que la eventual autorización para que los Fondos de Pensiones inviertan en el exterior tiene un gran valor simbólico. Ello, porque representa una "señal de la decisión de la autoridad de ir hacia una creciente integración financiera con el resto del mundo. Hacia una expansión de las oportunidades de inversión para los fondos de pensiones y hacia una creciente validación del carácter esencialmente privado del sistema previsional".

No obstante, consideró que "dada la actual limitación legal, no creo que tenga mayores consecuencias prácticas en el corto o mediano plazo".

Estimó que "en el largo plazo y en la medida en que se amplíen los márgenes hasta los límites máximos permitidos del 10 % del fondo de pensiones y las rentabilidades posibles de obtener en el país se acerquen a los niveles internacionales, la opción de invertir en el extranjero se verá fortalecida. Esto, especialmente si se considera que las proyecciones para los fondos de pensiones, señalan una eventual escasez de instrumentos en los cuales invertir localmente".

Recordó que dado el margen inicial permitido para invertir en el extranjero, y que corresponde al 1 % del fondo, la eventual apertura al exterior no será de importancia. Por ello, estimó que dada la actual normativa aún cuando se autorice la inversión en el exterior, "no se ve que vaya a existir un interés demasiado grande por canalizar recursos de los fondos a esos mercados. Aún es más rentable la inversión dentro del país", afirmó.

EVALUANDO ALTERNATIVAS

Alvaro Feller, desde un comienzo planteó que las nuevas alternativas de inversión que se ofrecen a los Fondos de Pensiones deben evaluarse considerando en qué medida estas nuevas posibilidades favorecen los objetivos de rentabilidad y seguridad.

En este sentido, recordó que para evaluar la conveniencia de que los fondos de pensiones inviertan parte de sus recursos en el exterior, lo fundamental es considerar el espíritu de la legislación que regula las inversiones de los fondos de pensiones, es decir el DL N° 3.500.

Indicó que la ley señala textualmente que esas inversiones "...deberán tener como únicos objetivos la obtención de adecuada rentabilidad y seguridad. Todo otro objetivo que se pretenda fijar a tales inversiones se considerará contrario a los intereses de los Fondos de Pensiones".

Foxley Coincide En Abrir Acceso Externo a las AFP

● Dijo que pronto se anunciará una flexibilización para la inversión de los Fondos de Pensiones, tanto a nivel local como externo.

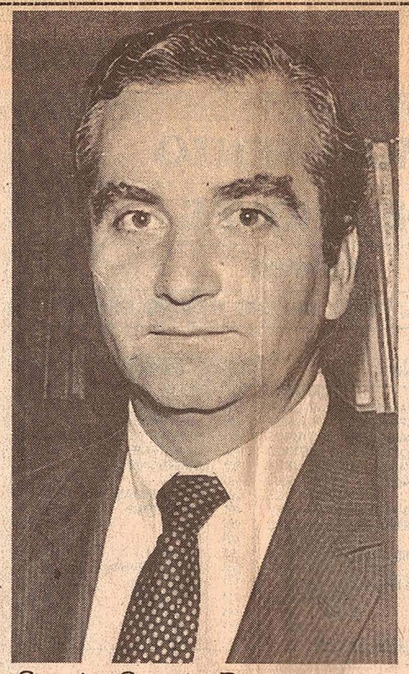
El Ministro de Hacienda, Alejandro Foxley, dijo estar de acuerdo con lo planteado por el presidente del Banco Central, Andrés Bianchi, en cuanto a posibilitar gradualmente la inversión de los fondos de pensiones en el exterior.

Frente a una consulta de "El Mercurio", indicó: "Hemos dicho que las inversiones de las AFP tienen que flexibilizarse, en primer lugar porque han acumulado un volumen de recursos de ahorro sumamente importante y nos interesa que en primer término se utilicen para generar empleos para los chilenos. Esto es, que los recursos de las AFP puedan ser utilizados para nuevos proyectos de inversión en Chile".

Complementariamente con eso, opinó que "es perfectamente factible y deseable que las AFP puedan invertir también algunos de sus recursos en el extranjero, en la medida que se inviertan en instrumentos de ahorro en que el riesgo sea bajo y en que esté perfectamente cautelada la seguridad de la inversión para los imponentes chilenos que posteriormente van a utilizar esos fondos en sus pensiones".

De esta forma, señaló que pronto se va a anunciar una propuesta de flexibilización en la utilización de los fondos de las AFP, cuya primera etapa consistirá en permitirles diversificar sus inversiones en Chile y, en una segunda fase, la inversión en el extranjero. Declinó, eso sí, anticipar los plazos que se están barajando para esas etapas.

Acerca de si la Superintendencia de Valores y Seguros autorizará las inversiones en el exterior de las compañías de seguros y fondos mutuos, manifestó que es un tema que se está estudiando.



Según Sergio Baeza:

"No Es Acertada la Demora en Aprobar El Acceso Externo"

● Presidente de la Asociación de AFP dijo que ello no maximiza las pensiones de los chilenos.

Según el presidente de la Asociación de AFP, Sergio Baeza, ha quedado en evidencia "que haber demorado la dictación del reglamento respectivo (que autoriza la inversión de los Fondos de Pensiones en el exterior) por más de dieciseis meses, no ha sido acertado ni consecuente con la obligación de velar por maximizar las pensiones de los chilenos".

Así respondió frente a consultas en torno a la opinión favorable —en términos personales— que formuló ayer el presidente del Banco Central, Andrés Bianchi, en orden a que los Fondos de Pensiones inviertan en el exterior.

Sergio Baeza indicó que "en los últimos meses se ha producido un vuelco de opinión en favor de la inversión de los fondos de pensiones en el exterior. Triunfa la tesis de que los afiliados no pueden sino ganar si se autoriza la inversión internacional de sus fondos".

EXPRESO RAMON VALENTE:

Las AFP Podrían Salir al Exterior Vía Mercado Cambiario Informal

● El economista afirmó que ello sería posible con la sola aprobación de la Superintendencia de AFP dadas las actuales normas de cambio internacionales.

El economista y socio de Econsult, Ramón Valente, planteó ayer que los Fondos de Pensiones podrían invertir en el exterior a través del mercado cambiario informal. Expresó que ello sería posible con la sola autorización de la Superintendencia de AFP dadas las actuales normas de cambio internacionales.

Expresó que si las AFP contaran con la aprobación de ese organismo fiscalizador "podrían hacer todas las inversiones que están contempladas en el Decreto Ley N° 3.500 (artículo 45, letra l) y que corresponden a instrumentos de renta fija e instrumentos garantizados por gobiernos o instituciones financieras internacionales que se comercian diariamente y se encuentran bien clasificados".

Indicó que estos instrumentos se encuentran evaluados por clasificadoras internacionales de prestigo y se requeriría homologar las clasificaciones en el caso chileno.

Ramón Valente indicó que la autorización para que los Fondos de Pensiones inviertan en el exterior acarrearía un importante beneficio a los afiliados al sistema previsional.

Expresó que de acuerdo a un estudio, que elaboró recientemente para el Centro de Estudios Públicos (CEP), la apertura de inversiones externas para las AFP, conservando la actual normativa, podría significar un aumento del 18 % promedio en las pensiones que reciben los afiliados al sistema previsional.

Ello, agregó, considerando un portafolio de inversión de bonos internacionales de Japón, Estados Unidos e Inglaterra hacia donde se orientó un 10 % del Fondo de Pensiones durante un lapso de diez años que corresponde al período de vigencia del actual sistema previsional.

En tanto, indicó que de acuerdo al mismo estudio si se autorizaran las inversiones en el exterior y a la vez se ampliara el acceso a las acciones se podría obtener una rentabilidad hasta un 40 % superior.

Detalló que en el estudio se incluyó un portafolio de acciones de los mercados bursátiles de Estados Unidos, Japón e Inglaterra, a los que se orientó el 10 % del Fondo de Pensiones en un plazo de alrededor de diez años que corresponde a la vigencia del actual sistema previsional.



Ramón Valente.

"Lo que este estudio demuestra —afirmó— es que las AFP debieran disminuir su participación en instrumentos de renta fija e incrementar la participación en acciones. Uno debiera «desinvertir» la presencia en renta fija ya sea en bonos del estado u otros instrumentos, y ese dinero traspasarlo a instrumentos internacionales".

Precisó que si se decide orientar un mayor porcentaje del Fondo de Pensiones a instrumentos en el exterior no se requiere reducir otros márgenes existentes como es el caso de los títulos estatales.

"Uno no tiene para qué reducir los márgenes en un tipo de instrumentos sino que se debe buscar ir ampliando los márgenes en otros a fin de que cada AFP decida en dónde invertir", indicó.

Ramón Valente se refirió, asimismo, a la postura favorable del presidente del Banco Central, Andrés Bianchi, en orden a que los Fondos de Pensiones inviertan en el exterior. Al respecto, mencionó que "es importante este reconocimiento público".

"Es primera vez —señaló— que un funcionario de gobierno de la importancia de Bianchi se refiere de manera directa y positiva a este tema que a la fecha había sido relativamente evadido por las autoridades económicas en términos de opinión".

En otro orden, expresó que no existe conciencia respecto a lo conveniente que resultaría para las Fondos de Pensiones el invertir en el exterior, y el beneficio que les reportaría esta iniciativa en términos de una mejoría en las pensiones.

Sin embargo, expresó que para "realmente aprovechar los beneficios de la diversificación internacional habría que incluir modificaciones a la actual normativa antes de hacerla operativa, en el sentido de incluir instrumentos de renta variable, básicamente acciones".

Recordó que hay un plazo para hacer operativa la norma que autoriza las inversiones en el exterior, la que está a punto de cumplirse y en el Parlamento se discute si se va a dar un plazo mayor a la Superintendencia. Recordó que el Senado ya expresó su rechazo a incrementar el plazo.

Planteó que, aprovechando que en el Parlamento se discute la vigencia de la normativa también podrían incluirse modificaciones como la posibilidad de invertir en acciones.

Recordó que hoy la norma contempla un margen de inversión del 10 % del Fondo de Pensiones en títulos externos: en bonos e instrumentos de renta fija garantizados por el estado. En ese sentido, planteó que si no se quiere aumentar dicho rango entonces podría incorporarse la posibilidad de que las AFP inviertan en los títulos de su interés incluidas las acciones.

También consideró que otra modificación que se podría incorporar, en vista de la holgura actual de la balanza de pagos, consiste en que se podría aumentar hasta un 2 % anual, desde el 1 % que se establece en la ley, la inversión del Fondo de Pensiones en el extranjero.

Recordó que actualmente la normativa considera sólo el 1 % anual en los primeros cinco años, pudiendo elevarlo a esa fecha hasta el tope del 10 % del Fondo que se fija como máximo a invertir en instrumentos en el exterior.

Fondo de Pensiones

26 Agost. 91

De acuerdo a los antecedentes dados a conocer recientemente, la rentabilidad obtenida por el Fondo de Pensiones entre agosto de 1990 y julio de 1991 alcanzó a 32 por ciento en términos reales, la cifra más alta que se ha logrado en un período de 12 meses desde que se creó el nuevo sistema en 1981.

El resultado en cuestión no deja de sorprender, sobre todo si se recuerda que los cálculos realizados en la época en que se estudiaba la reforma apuntaban a una rentabilidad promedio de entre cuatro y cinco por ciento. No cabe duda, pues, que los retornos alcanzados últimamente corresponden a una situación atípica, que en este caso obedece fundamentalmente al comportamiento de los títulos accionarios, cuyo aumento de valor ha sido notable. A esto se agrega el impacto positivo que tuvo en la valorización del Fondo de Pensiones la disminución en la tasa de interés producida hacia fines del año pasado.

De mantenerse esta tendencia es probable que a fines de 1991 la rentabilidad anual del período mantenga su condición de ser la más alta desde que se creó el sistema. Los años 1982 y 1983 fueron también muy positivos en los retornos (28,5 y 21,2 por ciento, respectivamente), y los de rentabilidad más baja han sido los años 1984 y 1986 (3,6 y 5,4 por ciento, respectivamente). Sin perjuicio del carácter inusual de los resultados de 1991, no deja de ser llamativo el hecho de que el retorno anual promedio desde que empezó a operar el sistema alcance a alrededor de 15 por ciento, en términos reales.

A pesar de que no parece realista pensar que esta tendencia pueda mantenerse en forma permanente, está dejando de tener sentido también el supuesto de que la rentabilidad de largo plazo sea de sólo cuatro o cinco por ciento. De hecho, la tasa de interés de los instrumentos estatales está por encima de ese valor, y si a ello se agrega la rentabilidad promedio de los bonos emitidos por empresas privadas, junto al retorno esperado de los títulos accionarios, se configura un portafolio de inversiones con una rentabilidad esperada de largo plazo que parece ser algo mayor.

Más aún, la próxima autorización a las AFP para que puedan invertir parte de los recursos acumulados en el exterior, junto con la mayor flexibilización que se espera introducir en las normas de inversión de instrumentos nacionales, a fin de poder dar cabida a empresas sin historia, a cuotas de fondos de inversión que incluyan capital de riesgo, etc., son elementos que permitirán continuar avanzando por un camino que tiene como beneficiario final a los propios trabajadores, por la vía de pensiones más elevadas que recibirán al retirarse de la vida laboral.

El principal desafío que hoy enfrenta la autoridad reguladora en este campo es adecuar la legislación correspondiente, de manera que los Fondos de Pensiones puedan tener accceso a instrumentos de inversión cuya rentabilidad sea más atractiva, habida consideración de las crecientes necesidades de nuevos instrumentos que se generan al acrecentarse el volumen de aquéllos, y tomando en cuenta, por cierto, los resguardos para velar por la seguridad de los mismos.

El Impacto de una Reforma

(De la página B 1)

perdiendo por lo tanto la propiedad sobre el saldo de su cuenta individual y, accediendo así a una pensión de Renta Vitalicia", afirma Hernán Cheyre.

"En conclusión, es notorio el contraste que se observa entre la gama de opciones que enfrenta el afiliado del nuevo sistema de pensiones, en las más diversas materias y el rol absolutamente pasivo desempeñado por éste en el antiguo régimen previsional. Ciertamente, ésta es una de las razones que permiten explicar, por qué no había incentivos para mejorar la eficiencia operativa en el antiguo sistema", sostiene Hernán Cheyre.



Hernán Cheyre.

COBERTURA Y COSTO

Pero hay otros dos aspectos que el autor considera importante en el análisis de los sistemas previsionales. Son la cobertura y el costo.

"El nuevo sistema de pensiones da cabida a todos los trabajadores independientes que deseen afiliarse. En el régimen previsional antiguo, en cambio, sólo algunos grupos de trabajadores independientes tenían cobertura", señala.

En cuanto al costo para el imponente, el estudio de Cheyre destaca que "las tasas de cotización para el financiamiento de las pensiones registran en el período 1968-1980 un promedio de 22,5% en el SSS y de 25,8% en Empart".

En el nuevo sistema previsional,y considerando cifras de fines de 1987, se dedujo que el costo para los afiliados fluctuaba entre un 14% y un 14,8% de la renta imponible, dependiendo del nivel de esta última.

Sin embargo, el economista aclara que si bien la comparación de ambas realidades deja en evidencia que el nuevo sistema previsional tiene un costo significativamente menor para el afiliado, en mérito a la verdad, "es importante aclarar que se trata de cifras que no son directamente comparables, por cuanto el producto ofrecido en cada caso es distinto".

Así, el autor subraya que el nuevo sistema de pensiones no sólo implica menores costos para los afiliados, sino que además, otorga mayores beneficios. Como una forma de ilustrar el perjuicio que les significó a los imponentes del antiguo régimen previsional el haber soportado un costo tan elevado para el financiamiento de las pensiones, Hernán Cheyre calcula el valor capitalizado del exceso de cotizaciones que debió realizar un imponente del régimen antiguo, respecto de lo que le corresponde pagar en el nuevo sistema y, obtiene como resultado que la pérdida para los imponentes de la antiguas Cajas, que empiezan a cotizar a los 18 años de edad y que se retiraban a la edad de 65 años, era equivalente al total de las remuneraciones recibidas durante 11 años de trabajo.

LAS OTRAS VENTAJAS

Finalmente, Hernán Cheyre concluye que "la potencialidad del nuevo sistema previsional para generar pensiones supera las posibilidades del antiguo régimen sobre la materia. Si a esto se agrega que el sistema está organizado de una manera tal que permite a los afiliados decidir libremente en una amplia gama de situaciones, se configura, en definitiva, un cuadro global que resulta claramente favorable para sus beneficiarios, respecto de las alternativas que les ofrecía el antiguo régimen previsional".

Y resume los que, a su juicio, son los 10 puntos que sintetizan las ventajas fundamentales del nuevo sistema de pensiones. Estos son: 1) Nivel de las pensiones directamente relacionado al esfuerzo individual; 2) rol activo de los afiliados y libertad de elección; 3) competitividad del sistema; 4) Reajustabilidad automática de las pensiones; 5) Menores costos para los afiliados; 6) Menor impacto negativo sobre el empleo; 7) Nivel de las pensiones independiente del presupuesto del sector público; 8) Equidad del sistema; 9) Solidaridad y reparto en el financiamiento de las pensiones de invalidez y sobrevivencia; y 10) mayor acumulación de capital.

NUEVA CAPACIDAD DE COMPRA DEL FONDO DE PENSIONES

SOCIEDADES CON LIMITE 1% DE INVERSION: MUESTRA PROBABLE

SOCIEDAD	Capacidad compra actual M. mill. $	Capacidad compra actual Mill. US$	Capacidad compra potencial M. mill. $	Capacidad compra potencial Mill. US$	Capacidad compra actual Mill. accs.	% de la Cía	Capacidad compra potencial Mill. accs.	% de la Cía.	Presencia 1988	Acciones transadas 1988	Capacidad compra actual meses bursátiles	Capacidad compra potencial meses bursátiles	Utilidad estimada por acción 1989	Precio estimado según relación Precio/Utilidad		
														R = 6 Rentab.: 16,7%	R = 7 Rentab.: 143%	R = 8 Rentab.: 12,5%
CAP	6.134	24,3	12.428	49,3	9,58	6,4	19,42	13	100%	15,0*	5,3	15,6	120	720	840	960
CARTONES	8.965	35,6	25.480	101,1	9,15	4,6	26,00	13	100%	11,0	10,0	28,4	180	1.080	1.260	1.440
CHOLGUAN	.794	3,1	808	3,2	30,53	12,8	31,10	13	86%	7,0	5,0	5,1	3,80	22,80	26,60	30,40
COLOSO	2.692	10,7	3.250	12,9	10,77	10,8	13,00	13	98%	8,0	16,5	19,9	50	300	350	400
COPEC	9.789	38,8	34.317	136,1	48,22	3,7	136,1	13	100%	103	5,6	15,9	40	240	280	320
ELECTRICID.	3.619	14,4	5.473	21,7	27,84	8,6	42,1	13	91%	15	24,5	37,0	24	144	168	192
EPERVA	4.264	16,9	7.150	28,4	9,27	7,7	15,56	13	97%	6,5	17,7	29,7	92	552	644	736
GAS STGO.	2.405	9,5	2.834	11,2	16,36	11,0	19,28	13	85%	2,7	85,6	100,8	27	162	189	216
IANSA	4.204	16,7	6.994	27,8	186,43	7,8	310,31	13	100%	239*	9,4	15,6	4,0	24	28	32
INDO	4.299	17,1	7.241	28,7	18,53	7,7	31,21	13	97%	13,3	17,2	29,0	46	276	322	368
LUCCHETTI	1.200	4,8	1.248	5,0	30,77	12,5	31,95	13	92%	39	10,3	10,7	4,2	25,20	29,40	33,60
MADECO	3.284	13,0	4.654	18,5	2,57	9,2	3,64	13	78%	1,5	26,4	37,3	240	1.440	1.680	1.920
MADERAS	840	3,3	858	3,4	33,6	12,8	34,32	13	78%	8,0	64,6	66,1	3,90	23,40	27,30	31,20
MINERA	3.984	15,8	6.422	25,5	10,1	8,1	16,25	13	61%	2,2	90,3	145,3	93	558	651	744
PASUR	3.484	13,8	5.122	20,3	11,1	8,9	16,25	13	73%	2,3	79,3	116,2	72	432	504	576
PIZARREÑO	1.272	5,1	1.326	5,3	15,8	12,5	16,52	13	60%	4,3	71,0	76,9	18	108	126	144
PROFOR	1.858	7,4	2.028	8,1	23,8	11,9	26,0	13	98%	13,9	21,0	22,9	6,4	38,40	44,80	51,20
SIEMEL	526	2,1	526	2,1	13	13	13	13	83%	9,0	20,9	20,9	12	72	84	96
SIPSA	2.594	10,3	3.185	13,6	10,6	10,6	13	13	95%	7,3	17,5	21,4	50	300	350	400
VAPORES	3.212	12,8	4.498	17,9	68,9	9,4	95,7	13	92%	18,4	45,0	62,4	10,2	61,20	71,40	81,60
SISTEMA	69.419	275,50	135.842	504,1							x 322	x 43,9				

NOTA: La capacidad de compra actual en cada empresa está determinada por la suma de los límites relevantes para cada AFP, sea éste el 1 % del fondo o el 1 % del capital de la empresa. La capacidad de compra potencial está determinada por el 1 % del capital de la empresa, suponiendo que los fondos de cada AFP crecen lo suficiente como para no ser restrictivos en ninguna empresa.

NUEVA CAPACIDAD DE COMPRA DEL FONDO DE PENSIONES

SOCIEDADES AFECTAS AL D.L. N.o 3.500

SOCIEDAD	Posición bonos 31-03-89 Mill. $	Posición acciones 31-3-89 Millones	Valor posición 15-4-89 Mill. $	Límite de compra en mill. $	Nueva capacidad de compra Mill. $	Nueva capacidad de compra Mill. US$	Nueva capacidad de compra en mill. acc.	% de la Cía.	Presencia 1988	Acciones transadas por año Millones	Nueva capacidad de compra en meses bursátiles	Utilidad estimada por acción 1989 $	Precio estimado según relación Precio/Utilidad		
													R = 6 Rentab.: 16,7%	R = 7 Rentab.: 14,3%	R = 8 Rentab.: 12,5%
CHILECTRA GENERACION	4.752	4,70	7.473	(7%) 13.504	6.031	23,93	3,79	24,5	99,6%	1,55*	29,5	360	2.160	2.520	2.880
CHILECTRA V REGION	—	14,22	2.233	(7%) 9.866	7.633	30,28	48,62	66,9	71%	4,1	200,4	34	204	238	272
ENDESA	12.561	1.692,70	38.932	(7%) 48.314	9.382	37,23	407,9	5,1	99,20%	800,0*	5,1	4,1	24,60	28,70	32,8
ENERSIS	620	62,24	16.182	(7%) 27.030	10.848	43,05	41,72	22,3	100%	25,3	19,8	48	288	336	384
ENTEL	8.375	23,0	15.870	(7%) 24.585	8.715	34,58	12,63	13,6	99,20%	9,3*	16,4	170	1.020	1.190	1.360
LAB. CHILE	—	58,16	1.890	(7%) 7.166	5.276	20,94	162,34	65	90%	25,0*	86,6	6	36	42	48
SOQUIMICH	7.650	35,81	19.230	(7%) 26.180	6.950	27,58	12,94	10,5	100%	12,3*	12,6	84	504	588	672
TELEFONOS	17.823	59,11	10.699	(2,1%) 14.340	Sin cap. exced. en 14.182	Sin capac.	Sin capac.		100%	46,0*	Sin capac.	36	216	252	288
SISTEMA	51.781		112.509	170.985	54.835	217,60									

● Por reciente privatización, el dato está distorsionado y se asume el supuesto
* Se asume el 10% del capital

NOTA: El límite de compra en millones se deriva del 7 % del capital de la empresa menos la posición en bonos y acciones que los fondos tenían al 14 de abril de 1989. La capacidad de compra en meses bursátiles resulta de la división aritmética de la capacidad de compra en acciones entre el número de acciones transadas en un año.

VENDO O DOY EN ARRIENDO
GRUA P & H 670 F
PARA 70 TONELADAS

CENTRIFUGAS WESTFALIA
CASI SIN USO
Leche: 4.500 lts./hora
Suero: 7.000 lts./hora
Una US$ 30.000.
Dos US$ 50.000.

ANALISIS:

Necesidad de Ampliación Del Ambito de Inversión De los Fondos de Pensiones

● La seguridad y calidad que deben tener las inversiones de las AFP requieren, por una parte, ir adecuando progresivamente las normas que rigen esas inversiones a los instrumentos que existen en el mercado, y por la otra estimular a que éstos últimos sean comprables por los fondos de pensiones.

1.— Los fondos de pensiones administrados por las AFP han tenido y tendrán por bastante tiempo más un importante crecimiento. Ello es consecuencia de la naturaleza "joven" del sistema; existe un universo que está determinado por un gran y crecienlte número de cotizantes y un mínimo de personas dependientes del sistema. Esta situación permanecerá durante al menos los próximos 25 años, y por lo tanto los recursos acumulados en las AFP crecerán en forma significativa.

2.— La necesidad de poseer normas relativamente estrictas de inversión de los recursos de los fondos, se debe a la naturaleza extremadamente delicada de éstos, dado que en el futuro financiarán las pensiones de los trabajadores actualmente activos, y en tanto el mercado de capitales chileno adquiera mayor profundidad y sea más conocido. Ello, tanto porque es importante que esos recursos sean invertidos en actividades de alta rentabilidad, como porque deben estar colocados en activos que tengan un alto grado de seguridad.

3.— La ley que creó los fondos de pensiones y sus posteriores modificaciones contempló esos criterios de rentabilidad y seguridad, y los volcó en normas relativamente estrictas en cuanto a los requisitos que deben cumplir los instrumentos financieros para poder pueden ser adquiridos con esos recursos. Esa rigurosidad significó que inicialmente los fondos de pensiones se pudieran invertir en un número relativamente limitado de activos financieros.

4.— El rápido crecimiento de los fondos, previamente indicado (en 1.–), ha hecho que los instrumentos financieros, autorizados para formar parte de la cartera de inversiones de las AFP, sean limitados para la magnitud de recursos a invertir. Por ello se ha hecho necesario ir ampliando el ámbito de áreas e instrumentos adquiribles por los fondos de pensiones.

RENTABILIDAD

5.— Desde el punto de vista de la rentabilidad, se hace recomendable ampliar el tipo de inversiones que las AFP puedan hacer, con el objeto de que los fondos puedan optar entre muchas alternativas, rentando así lo más posible.

De esa forma, la factibilidad de incluir acciones en la cartera de inversiones de las AFP ha permitido que, los recursos en ellas acumulados, hayan tenido la oportunidad de beneficiarse de las altas rentabilidades que han tenido las acciones en los últimos años.

6.— El surgimiento de nuevos negocios y la expansión de la economía a través de nuevas sociedades, así como de empresas de menor tamaño, sugieren que para afianzar aún más la rentabilidad del fondo de pensiones, éste pueda incursionar en inversiones relativamente menos tradicionales y de naturaleza más diversa que las colocaciones en instrumentos del Estado, en bonos de deuda de grandes empresas y de acciones de sociedades totalmente consolidadas y de gran tamaño.

SEGURIDAD

7.— Los recursos ahorrados en los fondos de pensiones deben gozar también de un elevado grado de seguridad. Para ello es necesario que éstos estén ligados al devenir de la economía como un todo. Es así como un instrumento de deuda o de renta fija es tal —de renta fija— en la medida que las empresas emisoras sean capaces de pagar sus intereses y que se mantengan con un bajo nivel de riesgo.

8.— Para que esto último se concrete es necesario que las empresas tengan relativamente un bajo nivel de deuda y, por lo tanto, requieran un importante financiamiento a través de capital de riesgo como el proveído por las acciones.

9.— De esa forma los inversionistas y acreedores estarán expuestos a un menor riesgo total, que en la alternativa de que todo el financiamiento a las empresas sea a través de instrumentos de deuda. Los fondos de pensiones se benefician de esa relativa mayor estabilidad, tanto en su condición de acreedores (tenedores de instrumentos de renta fija) como de tenedores de acciones (accionistas).

COMPRO
SECRETARIA
LIQUIDO