

ESTUDIO

NECESIDADES DE INVERSIÓN PARA LOS FONDOS DE PENSIONES

Francisco Pérez M. *

Los Fondos de Pensiones han crecido aceleradamente alcanzando el año 1986 a un 12,5 % del PGB. Entre 1987 y el año 2000 habrá que colocar sólo en fondos provisionales un volumen anual promedio de US\$ 430 millones.

Esta situación se traducirá en una importante demanda de instrumentos financieros de parte de las AFP. La normativa actual e importantes restricciones de oferta se traducen en un espacio de posibilidades de inversión muy reducido, de forma tal que en 5 años se espera el momento de agotamiento de los límites actuales a la inversión.

El desafío de la autoridad y el sector privado es realizar los esfuerzos necesarios para asegurar el suministro de papeles elegibles por al menos otros treinta años, momento en el que se espera que los fondos establezcan su crecimiento. De ahí se colige que el horizonte de planeación actual de las AFP, 5 años, resulta un período imprudentemente corto. Por ello urge aumentar las posibilidades de inversión de los Fondos de Pensiones. La expansión de las posibilidades de inversión tiene costos asociados a la menor liquidez, dificultad de valorización y de 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 dignas.

1 Introducción

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 proyec-

* Ingeniero Comercial, Universidad Católica; M. B. A. Graduate School of Business, Universidad de Chicago, profesor de la Escuela de Administración de la Universidad Católica; Gerente de Administración y Finanzas AFP Provida.

ciones 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 aun 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.

Actualmente los Fondos de Pensiones se encuentran mayoritariamente invertidos en instrumentos del Estado. Ello, en parte, debido a que no existe oferta alternativa de instrumentos financieros elegibles. Esto último producto de tres factores: i) una estricta normativa que los hace onerosos al transformarse en elegibles, ii) la dominancia de criterios de excelencia para cumplir con requerimientos de riesgo por parte de aquellos instrumentos financieros aptos, y iii) que nuestro sector público tiene en el mercado de capitales una gran participación.

El presente trabajo pretende explorar las implicaciones que se desprenden al analizar conjuntamente los límites de inversión actuales, con las proyectadas ofertas de instrumentos financieros y con crecimiento esperado de los Fondos de Pensiones. En el punto 2 se hace una referencia a las cifras respecto de esta materia. En el punto 3 se analiza la evolución pasada de los límites legales de inversión y sus proyecciones hacia el futuro. En el punto 4 se ponen en la balanza los objetivos de transparencia de las transacciones con los de obtención de portafolios eficientes para los afiliados al sistema de AFP. Finalmente, en el punto 5 se proponen alternativas que pueden contribuir a expandir la frontera de posibilidades de inversión para los inversionistas institucionales (Cías. de Seguros, Fondos Mutuos y AFP.)

2 Proyecciones de los Fondos de Pensiones¹

Existe consenso dentro de 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:

¹ Adaptado de: "Análisis y Política para el mercado de capitales chileno", Francisco Pérez (Mimeo, septiembre, 1987).

- a) Por una parte 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) Permanentemente quienes ingresan a la fuerza de trabajo se agregan a la masa de afiliados.
- d) Por este sistema, uno de reciente comienzo, aún no se generan egresos por concepto de jubilaciones proporcionales al tamaño de los fondos.

Las fuerzas anteriores se agregan para generar una masa de ahorro, significativa, la que debe ser invertida por las AFP. Estas últimas deben invertir tales fondos de acuerdo con los intereses de los afiliados y tomando en cuenta las restricciones impuestas por la regulación vigente. El crecimiento de los fondos acumulados obligará al mercado a ajustarse, generando nuevas modalidades de inversión. A la vez, requiere que la autoridad flexibilice sus normas para incorporar los nuevos instrumentos y emisores al universo elegible.

2.1 Cifras Globales

Los Fondos de Pensiones han pasado de representar un 0,3% del PGB en diciembre de 1981 a un 12,5% del PGB a fines de 1986 con un total de \$ 433.868 millones. (Ver Cuadro N° 1)

Cifras respecto de distintos indicadores de la evolución de los fondos pueden ser encontradas en un trabajo de Augusto Iglesias et. al.² En aquél se señala por ejemplo que 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. Ello da una idea 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%. (Ver Cuadro N° 2.) Ello sin incluir lo que se espera acumulen las compañías de Seguros.

Al agregar los fondos que se espera acumulen las compañías de Seguros de Vida y las propias AFP para los

2 En referencia bibliográfica N° 1

Cuadro N° 1
Saldos de los Fondos de Pensiones
(Millones de \$ de Dic. de 1986)

Año	Saldos a diciembre	Variación %	% del PGB
81	11.909		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

pensionados, las cifras totales se elevan otro 50%. Así, el total de fondos llegará a superar el 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° 4 resume las carteras de los principales inversionistas institucionales. Llamen la atención la fuerte participación de instrumentos estatales y la falta de presencia de instrumentos accionarios.

Si volvemos al Cuadro N° 2 en el cual se han recogido algunas proyecciones de los Fondos de Pensiones para los próximos años, podemos analizar las implicancias de aquellas.

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 del Cuadro N° 2, 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 billones. 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

Cuadro N° 2

**Proyecciones de los Fondos de Pensiones y del PGB
(% del PGB y miles de millones de \$ Dic. de 1986)**

Año	Efectivo %	P. Ortúzar (1987) ^a %	I		
			Estimaciones Iglesias Et. Al. (1986) ^b		
1981	0,67	0,66	0		0
1982	3,18	3,16	0	0	0
1983	5,83	5,68	0	0	0
1984	7,57	7,44	0	0	0
1985	10,02	9,91	9,99	9,99	9,99
1986	12,47	12,26	11,55	11,39	11,55
1987		14,27	13,21	12,89	13,21
1988		15,91	14,96	14,43	14,92
1989		17,59	17,09	16,32	16,99
1990		19,19	19,46	18,32	19,18
1991		20,38	21,77	20,42	21,48
1992		22,34	24,31	22,60	23,87
1993		25,05	27,00	24,90	26,39
1994		27,15	29,80	27,27	28,99
1995		28,90	32,72	29,71	31,67
1996		30,43	35,69	32,16	34,38
1997		32,05	38,70	34,61	37,12
1998		34,05	41,74	37,05	39,87
1999		36,37	44,81	39,47	42,62
2000		38,48	47,90	41,88	45,38
2001		40,06	50,98	44,25	48,13
2002		41,33	54,06	46,59	50,85
2003		42,71	57,13	48,88	53,54
2004		44,58	60,17	51,11	56,20
2005		46,35	63,17	53,30	58,81
2006		48,30	66,13	55,41	61,36
2007		50,01	69,03	57,46	63,85
2008		50,32	71,88	59,43	66,28
2009		51,73	74,65	61,33	68,63
2010		53,19	77,36	63,15	70,91
2011		55,08	79,98	64,90	73,11
2012		56,54	82,52	66,56	75,22
2013		57,12	84,98	68,15	77,26
2014		57,20	87,36	69,67	79,21
2015		57,40	89,65	71,12	81,08

a Ortúzar: En Ortúzar P., "La Reforma Previsional de 1980", *Estudios Públicos* N° 25, Verano 1987.

b Iglesias Et. al: En *Análisis de la Previsión en Chile*, CEP, Julio '86.

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 ledionadas 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.

2.2 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:

Su tierra cultivable,
Sus reservas mineras,
Sus recursos pesqueros,
Sus reservas forestales, y
Sus 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 mejor de los casos el valor de ellos se

acercará a una vez el PGB.³ 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%.⁴ 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.

3 Límites Actuales de Inversión

3.1 Límites Actuales

La normativa actual incorpora tanto límites por emisor como por instrumento. El Cuadro N° 5 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° 6). 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,

3 De acuerdo con los datos de la última matriz Insumo Producto, la relación Valor Agregado a producto de estos sectores oscila entre 52.4% a 57.5%. Asumir recursos naturales a valor de una vez el PGB permite una relación valor agregado a valor de mercado de aproximadamente 10 a 1 para una rentabilidad de dichos activos del orden de 10% p.a.

4 Ver Cuadro N° 3.

- 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. El Cuadro N° 7 muestra la evolución tenida por los límites por tipo de instrumento y los N°s 8 al 10 aquella tenida por los límites a los emisores.

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 instrumento (Ver Cuadro N° 7), 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%.
- c) Se incorporan las acciones con un límite de 30%.

No han sido variados ni los máximos para letras hipotecarias ni los máximos para depósitos bancanos.

Un cambio con un efecto relevante fue el a). Con la reducción del total admisible para instrumentos del Estado cayó la participación de éstos. El otro cambio importante fue la inclusión de acciones, ello a pesar de que el límite de 30% resulta inalcanzable debido a límites por emisor.

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.
- b) Se introdujo un nuevo límite basado en la participación de mercado de cada AFP.

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 (Ver Cuadro N° 8).

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%. Finalmente, el múltiplo del Banco Central ha sido recientemente aumentado de 0.5 a 0.8 (Ver Cuadro N° 9).

Cuadro N° 3
Pasivos Financieros^a
(SalDOS en millones de pesos de diciembre de 1986)

	1961	1966	1970	1973	1975
Total Pasivos Financieros	103.291	107.076	118.307	157.556	355.191
Sector Público	16.879	16.059	35.627	45.187	102.809
Banco Central					
PDBC					
CAR					
I. Prev. Social					
PRBC					
PDP					
PPBC					
Tesorería					
PRT					
PDT					
Otros					
Bancos y Financieras ^b	16.517	10.448	14.598	1.263	20.011
Dep. y Cap. a plazo"	15.124	10.055	13.320	1.000	19.355
Bonos y LH en circ.	1.393	393	1.278	263	656
Otros					
Sector Corporativo	69.567	72.876	30.768	77.497	111.078
Bonos y Debentures					6.332
Acciones					
Soc. Anónimas	69.567	72.876	30.768	77.497	86.688
Efectos de comercio					11.531
Sistema Cooperativo					6.527
Sinap	328	7.693	37.314	33.609	121.294
Producto Geográfico Bruto	1.810.940	2.078.284	2.615.031	2.658.012	2.337.416
Pasivos Financieros-PGB (como %)	5,7	5,2	4,5	5,9	15,2
Saldos Acumulados AFP					
Saldos Acumulados AFP/PGB (como %)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diferencia entre Pas. Financ. y Sdos Acumulados AFP como % del PGB	5,7	5,2	4,5	5,9	15,2

a) Cifras corresponden a diciembre de cada año.

b) Incluye Depósitos Vista y a Plazo en Moneda Extranjera.

Fuente: Boletines Mensuales del Banco Central.

Cuadro N° 3
Pasivos Financieros^a
(Saldos en millones de pesos de diciembre de 1986)
(Continuación)

	1978	1979	1980	1981	1982
Total Pasivos Financieros	1.049.110	1.432.843	2.008.210	1.927.369	1.902.254
Sector Público	153.864	178.548	135.371	113.501	116.616
Banco Central	94.111	119.142	104.559	80.932	45.079
PDBC	31.791	45.674	29.567	23.058	14.036
CAR	29.809	26.054	23.383	17.611	12.610
I. Prev. Social	32.512	47.414	51.610	40.262	1.822
PRBC					16.611
PDP					
PPBC					
Tesorería	59.753	59.405	30.812	32.569	71.536
PRT					43.441
PDT					
Otros	59.753	59.405	30.812	32.569	28.095
Bancos y Financieras^b	397.339	505.552	742.986	1.008.198	986.348
Dep. y Cap. a plazo ^b	297.485	351.897	495.761	712.146	660.540
Bonos y LH en circ.	16.689	32.711	84.014	167.013	188.887
Otros	83.164	120.944	163.211	129.040	136.921
Sector Corporativo	464.339	725.621	1.114.689	792.033	792.543
Bonos y Debentures	4.924	5.967	5.901	10.167	47.418
Acciones					
Soc. Anónimas	436.226	701.193	1.089.333	745.849	724.078
Efectos de comercio	20.199	15.010	15.666	31.820	21.047
Sistema Cooperativo	2.990	3.451	3.789	4.197	
Sinap	33.568	23.122	15.164	13.637	6.747
Producto Geográfico Bruto	2.876.629	3.114.858	3.357.233	3.542.948	3.043.879
Pasivos Financieros-PGB (como %)	36,5	46,0	593	54,4	62,5
Saldos Acumulados AFP				11.909	44.823
Saldos Acumulados AFP/PGB (como %)	0,0	0,0	0,0	0,3	1,5
Diferencia entre Pas. Financ. y Sdos Acumulados AFP como % del PGB	36,5	46,0	59,8	54,1	61,0

a) Cifras corresponden a diciembre de cada año.

b) Incluye Depósitos Vista y a Plazo en Moneda Extranjera.

Fuente: Boletines Mensuales del Banco Central.

Cuadro N° 3
Pasivos Financieros^a
(Saldos en millones de pesos de diciembre de 1986)
(Continuación)

	1983	1984	1986	1986
Total Pasivos Financieros	1.715.197	1.841.513	2.089.940	2.623.879
Sector Público	334.062	407.838	452.877	506.505
Banco Central	158.030	158.609	294.534	381.085
PDBC	33.715	593	1.279	12.700
CAR	12.635	10.363	8.860	7.350
I. Prev. Social	1.269	605	295	79
PRBC	29.588	11.673	13.144	140.973
PDP	65.064	75.497	154.487	166.827
PPBC	15.760	59.878	56.468	53.156
Tesorería	176.032	249.229	158.343	125.420
PRT	146.581	162.577	116.072	92.178
PDT	840	60.024	14.870	8.280
Otros	28.611	26.629	27.400	24.962
Bancos y Financieras ^b	912.487	983.796	1.149.240	1.247.001
Dep. y Cap. a plazo ^b	48.111	583.048	702.238	723.861
Bonos y LH en circ.	206.010	235.221	242.753	250.489
Otros	658.365	165.528	204.249	272.651
Sector Corporativo	462.092	443.498	481.598	864.163
Bonos y Debentures	42.570	42.863	47.463	32.611
Acciones				
Soc. Anónimas	415.178	400.634	434.135	831.552
Efectos de comercio	4.344			
Sistema Cooperativo Sinap	6.557	6.381	6.225	6.210
Producto Geográfico Bruto	3.022.236	3.213.871	3.292.582	3.478.989
Pasivos Financieros-PGB (como %)	56,8	57,3	63,5	75,4
Saldos Acumulados AFP	99.866	161.769	281.637	433.868
Saldos Acumulados AFP/PGB (como %)	3,3	5,0	8,6	12,5
Diferencia entre Pas. Financ. y Sdos Acumulados AFP como % del PGB	53,4	52,3	54,9	62,9

a) Cifras corresponden a diciembre de cada año.

b) Incluye Depósitos Vista y a Plazo en Moneda Extranjera.

Fuente: Boletines Mensuales del Banco Central.

Cuadro N° 4
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
Inversión 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

Cuadro N° 5

Límites de Inversión del Fondo de Pensiones (Arts. N°s 45 y 47 y Arts. 2 y 3 transitorios)

Límites de Inversión por instrumento		Límites de Inversión por Emisor	
Instrumentos estatales	50% } }	{ } Instituciones del Estado 50%	
Letras hipotecarias	80% } }	{ } Instituciones financieras El menor entre:	
Depósitos y títulos garantizados por Ins. Financ. -largo plazo	40% } }		- 15% fondo AFP - 3 x patrimonio institución x Fondo/fondototal - Límite de riesgo
Depósitos y títulos garantizados por Ins. 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 accionaría	
Cuotas otros fondos	20% } }	{ } Fondos de pensiones 5%	

Excluidas las acciones de instituciones financieras hasta julio 1988

Fuente: Exposición de R. Manubens en la Jornada de Estudios, Comité de Finanzas Icare, mayo 27, 1987. Hotel Sheraton, Santiago

Cuadro N° 6
Cartera de los Fondos de Pensiones
(En Porcentaje)

	Dic. 81	Dic. 82	Dic. 83	Dic. 84	Dic. 85	Dic. 86
Banco Central y Tesorería	28,1	26,0	44,5	42,2	42,6	46,6
Letras de Crédito	9,4	46,8	50,6	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	0,01	3,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: años 81 - 85 Iglesias et. al., op. cit. Año 86 Boletín SAFP.

Cuadro N° 7
Evolución de Límites de Inversión por Instrumentos como Porcentaje del Fondo de Pensiones

	21.02.81	15.09.82	24.05.85	07.09.86	Actual
Deuda Pública	100%	Idem anterior	50%	50%	50%
Depósitos a plazo	} 30% + 10% a + de 1 año	} 30% + 10% a + de 1 año } 80%	Idem anterior	30% si plazo (total dep) < 1 año 40% si plazo (1/4 o más dep) > 1 año	50%
Letras Hipotecarias			Idem anterior	80%	80%
Bonos	60%	Idem anterior	Idem anterior	40%	40%
Cuotas de otros fondos	20%	Idem anterior	Idem anterior	20%	20%
Acciones			30%*	30%*	30%*
		PPP* Total Inversiones fondos ≤ 4 años	PPP* Renta Fija < 8 años	PPP* Renta Fija < 10 años (22.03.87)	

Nota:

* Este límite puede componerse de la siguiente manera:

- a) Empresas en vías de privatización no financieras 30,0% Fondo
- b) Empresas privadas no financieras 0,5% Fondo desde 05/86
- 1,0% 05/87
- 4,0% 05/88
- 10,0% 05/89
- 30,0% 06/90
- 2,5% Fondo desde 07/88

c) Bancos y Seriedades Financieras

* PPP: Plazo Promedio Ponderado

Cuadro N° 8
**Evolución Límites de Inversión por Emisor
 Instrumentos Emitidos por Instituciones Financieras**

21.02.81 El menor entre:	15.09.82 El menor entre:	05.06.86 El menor entre:
a) $\text{Mult BC} * \text{Cap y Res IF} * \text{Fondo}_i$ $\Sigma \text{Cap y Res. Sist.}$	a) Idem anterior	a) $\text{Mult: BC} * \text{Patrim IF}_i * \text{frpp} * \text{fondo}_i$ $\Sigma \text{Patrim IF}$
b) 16% Fondo;	b) Idem anterior	b) Idem anterior
Se incluyen las LH emitidas por IF	En a) se considera las LH/2 y en b) se consideran en un 100%	c) $3 * \frac{\text{Fondo}_i * \text{Patrimonio IF}_j}{\Sigma \text{Fondos}}$
Múlt BC = 2,0	Múlt BC = 2,0	Múlt BC = 3,0 (07.09.85) frpp: factor de riesgo promedio ponderado inversiones. Fondo Pensiones.
Cuotas Otros Fondos de Pensiones		
a) 6% Fondo;	a) Idem anterior	a) Idem anterior

Cuadro N° 9
Evolución Límites de Inversiones por Emisor
Debentures empresas públicas y privadas

21.02.81 El menor entre:	15.09.82 £1 menor entre:	23.09.85 El menor entre:
a) $\frac{MBC * Cap \text{ y Res. } j * fondo_i}{\sum (Cap \text{ y Res})}$ Empresas que tengan debentures en el mercado	a) Idem anterior	a) $MBC * Cap. Ctble. neto * Fondo_i * frpp_{ij} - \sum \text{ Fondos invert. en el Fondo}_i$
b) 10% Fondo _i	b) 5% Fondo _i	b) Idem anterior
	c) 20% misma serie	c) Idem anterior
MBC = 3,0	MBC = 3,0	MBC = 0,5
		$frpp_{ij}$ = factor de riesgo promedio ponderado inversiones del Fondo _i en emisor _j

Cuadro N° 9

**Evolución Límites de Inversión por Emisor
Debentures Empresas Públicas y Privadas
(Continuación)**

19.11.85 £1 menor entre:	Situación actual El menor entre;
a) Idem anterior	a) $Múlt.BC * Cap.ctble\ neto * Fondo_i\ frppij - Bonos\ filiales\ emisor\ invertidos\ en\ Fondo_i$ Consol. emisor $\sum Fondo_s$
b) (Bonos + Acciones) mismo emisor $\leq 5\%$ Fondo _i	b) (Bonos + Acciones) mismo emisor $\leq 5\%$ Fondo _i
c) Idem anterior MBC = 0,5	c) 20% misma serie MBC = 0,8 frppij = Factor de riesgo promedio ponderado inversiones del Fondo _i en emisor _j

En cuanto a acciones, el cambio más relevante ha sido la inclusión de empresas concentradas (Ver Cuadro N° 10). 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.

3.2 Proyecciones

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° 5). 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 el 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 fondos locales por parte del Estado. Más aun, 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 les afectan, nos encontramos con que cada peso adicional que entra al sistema genera los siguientes efectos:

- 1 Aumenta en \$ 0.50 el límite estatal.
- 2 Aumenta en \$ 0.80 el límite cartera hipotecaria.
- 3 Aumenta en \$ 0.30 el límite depósitos bancarios.
- 4 Aumenta en \$ 0.10 el límite depósitos bancarios LP.
- 5 Aumenta 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.

Cuadro N° 10

Acciones

25.05.85**El menor entre:**

- a) 5% Total acciones emisor
 b) (Bonos + Acciones) mismo emisor
 ≤ 5% Fondo_i

24.03.86**El menor entre:**

- a) Idem anterior
 b) Idem anterior
 Si se trata de una emisión nueva, se añade
 c) 5% monto a suscribir, del cual al menos el 50% debe encontrarse pagado. (El 5% es 2,5% si se trata de instituciones financiera/ bancaria.)

29.08.87**El menor entre:**

- a) 5% Total acciones emisor * FC
 b) 5% fondo_i *FC
 Si se trata de una nueva emisión, se añade
 c) 5% *FC* (monto a suscribir, del cual al menos el 50% debe encontrarse pagado)
 Se considera 2,5% en lugar de 5% si la sociedad es financiera/bancaria

Notas:

- 1) El factor de concentración (FC), que rige para accionistas distintos del fisco, se determinará de acuerdo con la siguiente tabla:
- 1,0 para aquellas sociedades en que ninguna persona, directamente o por intermedio de otras personas relacionadas, pueda concentrar más de un 20% de la propiedad;
- 0,8 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a veinte por ciento y menor o igual a treinta por ciento;
- 0,6 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a treinta por ciento y menor o igual a cuarenta por ciento;
- 0,4 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a cuarenta por ciento y menor o igual a cuarenta y cinco por ciento, y
- 0,2 para aquellas sociedades en que la concentración máxima permitida sea superior a cuarenta y cinco por ciento y menor o igual a cincuenta por ciento.
- 2) Si el derecho a suscribir acciones de pago de una nueva emisión naciera de la calidad de accionista que tenga el Fondo, el monto máximo a suscribir será igual al producto entre el factor de concentración y el cinco por ciento del valor total de dicha emisión.

Sin embargo, si pensamos que 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.

Si queremos tener una idea de las probables implicancias de los límites actuales, resulta útil el siguiente análisis:

Del Cuadro N° 11 se desprende que tanto bonos como letras hipotecarias no han presentado aumentos significativos de oferta. El stock de los primeros ha caído y el de las segundas ha aumentado sólo en 3% p.a. desde 1984.

Solamente las AFP deben colocar anualmente fondos adicionales del orden de 2,5% a 3% del PGB en instrumentos financieros elegibles de aquí al año 2000. Ello representa un 4% del total del stock de activos financieros del sistema, lo que, en moneda de diciembre de 1986, equivale a \$ miles MM 104 anuales.

Los límites se expandirán, como consecuencia, al siguiente ritmo:

	\$MilesMM
- Dep. S. Financiero C. Plazo	31
- Dep. S. Financiero L. Plazo	10
- Instrum. Estado	52
- Bonos	42
- Acciones	31

Sin embargo, las acciones se encuentran fuertemente restringidas por Límites de emisores. Los bonos, por su parte, han estabilizado su stock total y no aportan mayor oferta para las AFP. Si no se liberan los límites de emisores para la inversión en 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.

Las AFP mantienen actualmente un 44% del stock de letras hipotecarias (el saldo se encuentra demandado, entre otros, por compañías de Seguros de Vida). Al crecer el volumen de letras en sólo un 3% p.a., de mantener las AFP su participación en dicho instrumento (ver Cuadro N° 12), podrán colocar \$ 3.300 millones al año en letras. El saldo, es decir, \$ 100,7 mil millones (m MM) deberá ir a depósitos bancarios e instrumentos del Estado. De repetirse la tasa de cre-

cimiento promedio de oferta de instrumentos estatales de los años 84 al 86 (15% p.a.), tasa que sobreestima su probable crecimiento, y de mantenerse la participación que las AFP han tenido en dicho mercado (40% del stock en 1986), ellas podrán colocar otros \$ 30 mil millones. El saldo, es decir, aproximadamente \$ 70 mil millones anuales, deberá ser absorbido por el sistema bancario. Ello implica que las AFP dispondrán de un equivalente al 10% del stock de depósitos totales para colocar en nuevos depósitos.

Esto equivale al 100% del aumento promedio de los depósitos totales en los años 85 y 86. Por cierto que tales colocaciones sólo serán posibles de aumentar en las AFP su participación actual como tenedoras del total de depósitos, ya que la sola tasa de crecimiento no es suficiente.

Sin embargo, de adquirir las AFP depósitos a ritmos de \$ 70 miles MM por año, al cabo de 23 meses habrán copado los límites para estos instrumentos (ello si se da el caso favorable de que sea 40% el límite relevante, ya que de ser limitante el 30% fijado para los depósitos a corto plazo el límite se alcanza antes).

Este resultado implica que las AFP deban salir a buscar mayor holgura, aumentando su participación en el mercado de instrumentos de oferta pública, cosa que efectivamente han hecho.

Si consideramos depósitos y títulos del Estado en forma conjunta, habrán cifras cercanas a \$ 100 millones para ambas categorías, las que cuentan con un margen de 90% (u 80 según los plazos). En un contexto optimista, si las AFP logran adquirir un 80% de la oferta de instrumentos estatales marginales, en el mejor de los casos habrán colocado \$ 61 mil millones quedando \$ 39 mil millones para depósitos, lo que alargaría el momento de agotamiento de los límites a 8 años incluyendo disponibilidad para mantener depósitos largos y a sólo 3 años de primar el límite de 30%.

Sin embargo, bajo este escenario los límites para el Estado se copan en 22 meses, momento a partir del cual un mayor porcentaje de fondos deberá forzosamente destinarse al sistema bancario. Ello, a su vez, hace caer los 8 años mencionados anteriormente a sólo 5 años (por su parte, bajo el límite de depósitos de corto plazo —30%— los plazos se acortan a dos años nueve meses).

Debido al horizonte de planificación que tienen los fondos de pensiones y al tamaño que éstos alcanzaron, cinco años resultan un tiempo imprudentemente corto. Como corolario de lo anterior, la autoridad y el sector privado (Banca de Inversiones principalmente) deben destinar importantes esfuerzos para asegurar el suministro de papeles elegibles por al menos otros 30 años, momento en el cual se espera los fondos estabilicen su crecimiento.

Cuadro N° 11

Total de Instrumentos Actualmente Elegibles*
(Tasa de Crecimiento)
(Cifras en \$ Miles MM de Dic. 86)

	Dic. 82	Dic. 83	Dic. 84	Dic. 85	Dic. 86
Captac. y repartos Sistema Financiero	661	48 (-.93)	583 (11.15)	202 (.20)	724 (.03)
Sector Público	117	334 (1.85)	408 (.22)	453 (.11)	507 (.12)
L. Hipotecarias	189	206 (.09)	235 (.14)	243 (.03)	251 (.03)
Bonos	47	43 (0.09)	43 (0.0)	47 (.09)	33 (-30)
Acciones**	724	415 (-43)	401 (-.03)	434 (.08)	832 (.92)
Total	1.738	1.046 (-.40)	1.670 (.60)	1.879 (.13)	2.347 (.25)

* Ello sin considerar restricciones por emisor.

** Sólo un pequeño porcentaje de acciones es elegible efectivamente debido a restricciones por emisor.

Fuente: Boletines Mensuales. Banco Central.

Si se piensa que los 5 años de plazo resultan producto de haber utilizado el *stock* de otros instrumentos para liberar márgenes, la tarea de expandir aquel horizonte es de envergadura.

Por otra parte, la necesidad de colocar el grueso de los fondos adicionales en el Estado y la banca, hace excesivamente concentrada la composición del portafolio previsional.

Ello indica que aunque aún tengamos 5 años por delante antes de tener problemas con los límites actuales, se requiere la expansión de otras formas de inversión para evitar tener que concentrar los fondos en sólo dos sectores.

4 Transparencia versus Completitud

Las AFP tienen por finalidad administrar fondos de los trabajadores reservados por ley para el pago de futuras pensiones. Dichos fondos son fruto de un aporte obligado que es extraído del sueldo y retenido por la empresa, la que lo destina a aquella AFP que haya seleccionado cada empleado. No está en las facultades de este último la posibilidad de reservarse el pago para "autoadministrarlo", por lo que debe ser entregado a un tercero: la AFP que lo invierte por cuenta del afiliado.

De este hecho nacen los problemas propios de toda administración delegada discutidos en la literatura económica.⁵

Según ellos, siempre existe la posibilidad de que el administrador abuse de la confianza depositada en él, buscando su propio beneficio en desmedro de aquel del verdadero dueño de los fondos entregados en administración.

El mercado y los partícipes de éste han generado sus propios mecanismos de control frente a potenciales excesos de la administración delegada. Contratos, supervisión directa, constitución de garantías ex-ante, revisión y ajuste ex-post, remuneración sobre la base de resultados y acciones judiciales se encuentran dentro de los elementos a que se echa mano habitualmente para lograr que la administración cumpla cabal y correctamente con los objetivos y políticas delineados por los dueños del capital.

En el caso del DL 3.500, la ley ha establecido un divorcio entre los ahorrantes previsionales y las administradoras de esos ahorros. Los primeros tienen como única herramienta de presión para imponer disciplina y exigencias en su AFP, el virtual retiro de sus fondos para llevárselos a otra AFP más eficiente.

5 Al respecto ver referencias bibliográficas N°s 4 al 8.

Cuadro N° 12

**Participación AFP en oferta de Instrumentos
(cifras en \$ Miles MM de Dic. 86)**

Letras Hipotecarias	Cartera AFP a Dic. 86	Total Disponible en oferta	Participación AFP %
Deps. S. Financiero	99	724	14
Instrumentos Estado	202	507	40
Letras Hipotecarias	111	251	44
Bonos	5	33	15
Acciones	16	832	2
Total	438	2.347	18.4

Sin embargo, tal medida es sólo un ajuste ex-post. Es probable que el DL 3.500 haya reservado sólo aquella prerrogativa a los afiliados debido a la inviabilidad práctica de poner en marcha sistemas más sofisticados de control por parte de éstos. La ley ha elegido suplir la falta de controles que podrían aportar los ahorrantes por una vigilancia estrecha por parte de la Superintendencia respectiva, sumada a requerimientos de encaje que las AFP deben constituir como una garantía. Como comúnmente ocurre, la fiscalización debe basarse en pautas objetivas y de fácil seguimiento.

Pues bien, un elemento crítico para el adecuado funcionamiento del sistema se encuentra en el hecho de que los activos adquiridos por la administradora para sus afiliados deban serlo a precio de mercado. Con ello se asegura que el agente que administra (la AFP) no se aprovecha de su condición de depositario de fondos ajenos para beneficio propio "comprado caro" de sus amigos o empresas relacionadas o vendiéndoles a ellos a bajos precios los títulos e inversiones que pertenecen a los afiliados.

Para lograr lo anterior —un adecuado control sobre los precios de compraventa—, la autoridad ha limitado las inversiones de los Fondos de Pensiones a un reducido segmento de fácil control: los instrumentos financieros de oferta pública. Estos son homogéneos, de características fácilmente comparables y cuentan con un mercado secundario amplio y líquido.

Cuadro N° 13**Mecanismo Tradicional****Desarrollos Recientes**

Efectos de comercio

- Programas con garantías (Collateralized)
- Cías, de propósito especial
- Eurocomercial paper
- Emisores extranjeros
- Note purchase facilities
- .NIFS
- .RUFS

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 valorización y control para poder incluir inversiones más difíciles de valorar y transar.

Cuadro N° 14

Mecanismo Tradicional	Desarrollos Recientes
Bonos	Pagarés Extendibles Pagarés Perpetuos (FRN'S) Bonos con warrants FRN'S con CAPS Pagarés intercambiables Junk Bonds CMO'S (Collateralized mortgage obligations) Mortgage pass through's Recievable pass through's Bonos respaldados por bienes raíces Bonos respaldados para no dar información Monedas duales No dividendo, no interés - no utilidades, no interés Médium term notes Perls (principal exchange linked securities) Spreads (Spread protected debt securities) Ycans (Yield curve adjustable notes)

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.

Cuadro N° 15

Mecanismo Tradicional	Desarrollos Reciente
Acciones comunes/preferentes	Puttable stock Euro equities Dutch auction preferred Remarketed preferred

5 Nuevas Alternativas a Desarrollar

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.

En este punto se pretende exponer algunas ideas que podrían contribuir a aumentar la frontera de inversiones para las AFP.

5.1 Límites

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 años 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 inversionistas 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.

5.2 Nuevos Emisores

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 de la autoridad.

5.3 Nuevas Inversiones/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 transformar 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.

5.4 Nuevos Instrumentos

En esta materia las posibilidades son numerosas. Me he limitado simplemente a listar los instrumentos financieros más utilizados en los mercados desarrollados. (Ver Cuadros N° 13 al 15.) 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.

Resumen y Conclusiones

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 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.

Referencias

- Iglesias A., Echeverría A. y López P.: "Proyección de los Fondos de Pensiones", en *Análisis de la Previsión en Chile*. CEP, julio, 1986.
- Ortúzar P.: "La reforma previsional de 1980". *Estudios Públicos* N° 25, Verano, 1987.
- Hachette D.: "El ahorro y la inversión en Chile: Análisis y Políticas", *Mimeo*, julio, 1987.
- Jensen, Michael C.: "Organization Theory and Methodology" (abril, 1983).
- Jensen, Michael C. and Meckling, William H.: "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure" (octubre, 1976)
- Fama, Eugene F. and Jensen, Michael C.: "Organizational Forms and Investment Decisions".
- Fama, Eugene F. and Jensen, Michael C.: "Agency Problems and Residual Claims (junio, 1983)
- Fama, Eugene F.: "Agency Problems and the Theory of the Firm" (abril, 1980).