



## **“EL PODER DE LAS INVERSIONES EN LOS FONDOS DE PENSION”**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE  
MAGÍSTER DE POLÍTICAS PÚBLICAS**

**Alumno: Nicolás Marshall Ravanal**

**Profesor Guía: Nicolás Grau Veloso**

**Santiago, Noviembre 2018**

## **Resumen**

A partir del importante rol que juegan hoy los fondos de pensión en las sociedades modernas, este trabajo busca reflexionar sobre el sistema chileno, los límites actuales a la inversión de los fondos y la participación de los afiliados en ellos con perspectivas de mejorar su bienestar, el de sus familias y el de la comunidad. Se analizarán tres propuestas que contribuyen a mejorar el sistema previsional chileno o cualquier otro sistema de pensiones que considere ahorro en la economía y se argumentará sobre la necesidad de vincular el retorno económico de los administradores de los fondos al bienestar actual y futuro de los afiliados. La implementación de nuevas herramientas podrá ayudar a la construcción de un modelo de pensiones que posibilite una relación entre asegurar futuro a los afiliados y asegurar un futuro mejor para todos.

# 1. Introducción

## 1.1 Introducción

Durante los últimos años el crecimiento de los fondos de pensión y su importancia en el mundo ha aumentado explosivamente. Para Chile, desde la imposición del actual sistema de pensiones en el año 1981, los fondos de ahorro de los trabajadores han incrementado su valor monetario y su importancia en el desarrollo de la economía (Klec & Mum, 2015). Al mismo tiempo, acompañados del envejecimiento de la población y demandas de mayor educación y ocio, cada vez se incrementa la presión por la mejora de las pensiones ofrecidas por los sistemas en cada país.

Sin dudas, los problemas del sistema de pensiones chileno se gatillan por las bajas pensiones, una incapacidad de cumplir con las expectativas ampliamente masificadas a los afiliados y un sistema que contrasta con las importantes rentabilidades de sus administradores (Solimano, 2017), pero paralelo a este descontento este trabajo se interesa por funcionamiento que subyace a la discusión tradicional. El sistema de pensiones chileno ha posibilitado que enormes flujos de dineros provenientes de ahorros de trabajadores del país financien grandes compañías, bancos nacionales e inversiones en el extranjero, lo que posiciona a los fondos de pensiones a nivel macroeconómico como permanentes financistas del mercado de capitales y como agentes exportadores de ahorros en un territorio donde abunda el endeudamiento, escasea la inversión interna y la provisión de bienes públicos.

A medida que los fondos de pensión basados en el ahorro de los afiliados han tomado mayor importancia en las distintas economías, se hace más frecuente la preocupación por el destino de las inversiones realizadas por los administradores de las pensiones. En un contexto mundial y local donde la precariedad laboral, la negligencia ambiental, la violación de la legislación y la necesidad de inversión pública existen, las compañías que estresan sus costos y aumentan sus resultados corporativos buscando retornos de corto plazo se han convertido en los espacios más atractivos para rentabilizar las inversiones de los fondos de pensión. La pregunta que se plantea este trabajo es sobre la necesidad del uso de los ahorros de los trabajadores chilenos en un sistema de inversión anti trabajador. Aunque los fondos son propiedad de los trabajadores, las políticas de inversión no están dictadas por ellos y en muchos casos han mermado su bienestar actual y futuro. Para el sistema de pensiones chileno, que se basa en el ahorro para inversión de recursos en el mercado de capitales, ¿No hay otro camino que seguir con este modo de funcionamiento?

A menudo, nos restringimos financieramente y somos estrictos en la inversión de los recursos considerando la responsabilidad que conlleva gestionar ingresos que los trabajadores ahorran de su actual salario para su propia vejez. Es cierto que los sistemas de pensiones serios tienen esa vital responsabilidad, pero la seguridad financiera no es al único tema que se deben. Un sistema de pensiones que se basa en los ahorros de los trabajadores de una economía puede y debe ejercer control sobre el dinero invertido de manera que promueva los intereses financieros y otros más amplios de sus afiliados. Debe desafiar a la industria financiera donde no satisface los intereses de los trabajadores, sus familias y comunidades.

En este trabajo se analizarán tres propuestas que puedan implementarse en el sistema previsional actual o cualquier otro sistema de pensiones que considere ahorro en la economía, con el fin de mejorar las condiciones y abrir camino en discusiones que involucren resultados más cercanos a las expectativas e intereses de los trabajadores afiliados. Argumentaré que nuevas herramientas aplicadas al sistema pensiones podrán ayudar a la construcción de un modelo de pensiones que posibilite el vínculo entre asegurar futuro a los afiliados y asegurar un futuro mejor para todos.

El mundo está aprendiendo rápidamente sobre este tipo de políticas. Este trabajo se documenta en experiencias y prácticas que se implementan y han implementado por distintos fondos de pensiones o fondos de inversiones liderados por trabajadores en distintas partes del mundo desarrollado desde hace años. En primer lugar, se examinará el efecto de considerar criterios que limiten la inversión de los fondos de pensiones en industrias que atentan contra el bienestar y desarrollo social, cómo lo son las industrias contaminantes, quienes cometen comportamientos irregulares o no respetan leyes. En segundo término, se estudiarán las consecuencias de un programa de inversión económica dirigida a través de los fondos de pensiones, esto significa que una porción de los fondos ahorrados por los trabajadores se invierta en proyectos rentables social y económicamente, como lo son los que generan buenos empleos, construyen viviendas asequibles o proveen energía limpia. Por último, se estudiarán los efectos de utilizar activamente los puestos en las mesas directivas de las compañías que corresponden a los trabajadores (según sus inversiones a través de los fondos de pensión). Esto significa, aprovechar las inversiones que se realizan para poder, en calidad de inversionista, modificar políticas o prácticas de una compañía.

Actualmente, ajustar los parámetros del modelo de pensiones chileno se perfila en la discusión nacional como el único modo de mejorar el bienestar (edad de jubilación, monto de ahorro, proporción del ahorro que corresponde al trabajador y al empleador) (Comisión Asesora Presidencial sobre Sistema de Pensiones, 2015). Si bien hay cierto margen de mejora en estos puntos, en el presente trabajo haré hincapié en la conclusión de que también hay otras formas de mejorar el bienestar de los afiliados al sistema y a la sociedad en general. Las investigaciones y trabajos sobre pensiones deben proporcionar un espacio importante para reflexionar sobre los límites actuales a la inversión de los fondos y la participación de los afiliados en ellos con perspectivas de mejorar su bienestar, el de sus familias y el de la comunidad.

La estructura de este documento continúa con una revisión de la literatura. En el segundo capítulo, se detallará la historia y los factores más distintivos del modelo de pensiones chileno. Se detallará el poder que ha registrado el fondo de pensiones y de qué manera se ha utilizado. En el Capítulo 3, se presentan tres estudios de casos, donde se describen experiencias que vislumbran estrategias para resolver las problemáticas planteadas en el capítulo anterior. Finalmente, en el Capítulo 4 se describe el objetivo que debieran tener los fondos de pensiones en Chile y se proponen tres propuestas de mejoras para el sistema actual o cualquier sistema de acumulación de capital que se intente desarrollar.

## 1.2 Marco Teórico

A fines del año 1967 en Chile, el gobierno de Eduardo Frei impulsó un proyecto de ley que creaba un “Fondo de Capitalización de los Trabajadores”. Intentando enlazar una política anti-inflacionaria con reajuste de salarios, el gobierno buscaba que este fondo generara recursos financieros que permitieran reactivar la economía, los proyectos industriales y del aumento de provisión de viviendas sociales. El proyecto contemplaba “dar origen a la propiedad social de estas empresas que se crearan con esas inversiones o de las que se adquirieran con el fondo” (Bernedo, Camus, & Couyoumdjian, 2014). A través del Fondo de Capitalización de los Trabajadores, los asalariados podrían aumentar su riqueza sin aumentar su ingreso disponible haciendo posibles las metas de estabilización inflacionaria. Finalmente, los llamados “chiribonos” fueron para la derecha nacional un avance en estatización y socialismo mientras que para la izquierda y las uniones de trabajadores fueron un engaño al no considerarse aumentos en los ingresos actuales (Larraín, 2005).

Casi diez años más tarde, Peter Drucker (1976) publicó su libro “The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America” destapando un fenómeno que crecía desde hace algunos años en la economía estadounidense: Repentina y silenciosamente, los ahorros de los trabajadores a través de sus fondos de pensión se transformaron en el capital más importante de la economía capitalista norteamericana. Esto significaba, que los trabajadores indirectamente podrían controlar el patrimonio de la industria (y medios de producción) acercándose a los ideales socialistas. (Drucker, 1976)

A raíz del crecimiento de los fondos de pensión y la relevancia que alcanzan en el mercado de capitales mundial, se ha profundizado el debate respecto al poder que encierran los ahorros de los trabajadores en la economía. Adicionalmente a esto, el carácter de cotización obligatoria que alcanzan las cotizaciones de los trabajadores en Chile, acrecienta la preocupación respecto de la soberanía de los ahorros generados.

El debate se ha agrupado principalmente a en torno a tres enfoques: Un primer enfoque, plantea el acercamiento a la inversión de los fondos de pensión determinada por un grupo de principios que deben normar los portafolios. Este enfoque, cree en el impacto de la influencia que se puede ejercer sobre empresas, invirtiendo o desinvirtiendo, según el comportamiento en temas de interés social, ético o medioambiental. En la literatura se reconoce como “Screening” o Criterios de Inversión.

Un segundo enfoque, sostiene la importancia de que los portafolios de los fondos de pensión contemplen planes inversión económica dirigida. Esto significa realizar inversiones que busquen retorno financiero y a la vez impactos específicos en el desarrollo economía y calidad de vida. Por ejemplo, inversiones que produzcan empleo, viviendas sociales y energía limpia. En la literatura este enfoque se reconoce como ETI’s (“*economically targeted investments*”) o Inversión Económica Dirigida.

Por último, un tercer grupo de trabajos se agrupan en la reflexión respecto de la influencia activa de los fondos de pensiones como accionistas de las compañías en las que se invierte. Esto es, como miembros de los gobiernos corporativos, impulsar cambios en las dinámicas de funcionamiento de las compañías. Este enfoque es reconocido como “Activist Shareholder” o también Gestión de la Propiedad.

Criterios de inversión (“Screening”):

Los criterios de inversión corresponden a una forma socialmente responsable de construir un portafolio. Normada por principios que incluyen o excluyen posibilidades de inversión en compañías según los rubros en los que se desempeñan o los comportamientos que poseen.

Como explican (Klec & Mum, 2015) este enfoque busca generar cambios de comportamientos en materias económicas, sociales y medioambientales a partir de la necesidad de financiamiento de las compañías. (Engelen, 2006) muestra que las inversiones guiadas por criterios definidos por los inversionistas generan impactos en los comportamientos de las compañías, sobre todo a través de las amenazas de “boicot y retiro” de los fondos.

Los Criterios de Inversión ganaron respaldo en su funcionamiento durante la década de 1980, cuando se dejó de invertir en Sudáfrica con el objetivo de aportar en derribar el sistema apartheid. En la actualidad los criterios se han sofisticado y las prohibiciones de inversión han recaído sobre compañías tabacaleras, el mercado de las armas, condiciones de derechos humanos y cuidado del medio ambiente. (Hebb, California Case Study B: Real Estate. CalPERS' California Real Estate Initiative, 2005) (CalPERS, 2015). Si bien los Criterios de Inversión corresponden a decisiones de cada fondo de inversión, existen repetidos casos que la practican y orientaciones que la promueven a nivel local y mundial, por ejemplo, fondos de pensión particulares y públicos en países como Estados Unidos, Noruega, Suecia, Canadá y organizaciones mundiales como la OECD. (CalPERS) (Norges Bank) (Second Swedish National Pension Fund - AP2, 2016) (Fondaction ) (OCDE , 2013)

Teniendo en consideración, lo que en la literatura se ha llamado “prudent man” (Carmichael, Pension Power: Unions, Pension Funds, and Social Investment in Canada, 2005)(p23), que sugiere que los responsables de los fondos de pensión no deben descuidar nunca las rentabilidades de los ahorros, resulta crucial analizar el desempeño financiero de este enfoque. En esta materia (Royal Bank of Canada, 2012) realiza un estudio de la literatura donde concluye que la inversión socialmente responsable no da como resultado un menor rendimiento de los fondos. (Von Wallis & Klein, 2015) y (Mallin, Saadouni, & Briston, 1995) desarrollan revisiones con horizontes de tiempo y en mercados de capitales de distintos llegando a las mismas conclusiones.

#### Inversión Económicamente Dirigida:

La inversión económicamente dirigida corresponde a las inversiones realizadas por los fondos de pensión (en general en una proporción pequeña de su portafolio), que busca generar retornos financieros y a la vez un impacto económico, social y medioambiental. Generalmente las inversiones económicamente dirigidas se centran en la provisión de viviendas asequibles, generación de empleo y apoyo a medianas y pequeñas empresas.

(Hagerman, 2007) (Patterson, 1994), (Manley, Hebb, & Jackson, 2005), identifican este tipo de inversión como un buen vehículo para invertir los activos de los fondos de pensiones. En el mismo sentido (RBC Global Asset Management (UK), 2016) describe a las inversiones dirigidas como una manera efectiva de satisfacer necesidades de capital para estimular el crecimiento económico local. (Griffith, Woelfel, & Fairey, 2015) y (Hebb & Beeferman, 2009) describen el desarrollo de este tipo de inversión en Estados Unidos, mientras que (Quarter, Carmichael, Sousa, & Elgie, 2001) logran una revisión de los fondos que son liderados por sindicatos de trabajadores y realizan inversiones dirigidas. (Calabrese, 1999) y (Logue & Clem, 2006), registran diversos casos de inversión dirigida que superan las expectativas de retorno y generan beneficios locales a partir del impacto en pequeñas y medianas empresas.

(Von Wallis & Klein, 2015) presentan el trabajo de identificar el nivel de desarrollo actualizado de este tipo de prácticas de inversión coincidiendo en la Inversión Económicamente Dirigida como un buen espacio de inversión. Estos últimos autores, eso sí, plantean la existencia de evidencia contradictoria para describir los rendimientos financieros en horizontes de tiempos más largos.

Finalmente (Cross, 1993) plantea la importancia de acotar este tipo de inversiones considerando dos intensiones en perpetua tención como lo son: el poder invertir los activos ahorrados por los

trabajadores de la manera más beneficiosa para la sociedad y el resguardo frente a la politización los recursos.

#### Enfoque de Propiedad (Shareholder Activist o Advogacy Shareholder)

Si bien originalmente los fondos de inversión de pensiones se inclinaron por la utilización de “Criterios de Inversión” para guiar sus prácticas de inversión responsable de ahorros de los trabajadores, en el último tiempo los sindicatos en Estados Unidos, Canadá y Reino Unido han buscado nuevas maneras y más directas de influenciar el comportamiento de las compañías en las cuales se invierte. (Klec & Mum, 2015) describen que el enfoque de Criterios de Inversión obliga a muchos fondos de pensiones a retirarse de inversiones realizadas. Este acto único, no permite tener influencia sobre la compañía para que cambie su comportamiento.

Bajo esta búsqueda se enmarca el enfoque de Gestión de la Propiedad. Cómo describe (Blackburn, 2006), se utiliza como una estrategia de compromiso y mayor involucramiento en las prácticas de las compañías en las cuales se ha invertido. Esta práctica consiste en la utilización de los puestos en los directorios que les corresponden a los fondos por sus inversiones en cada compañía. De esta manera, influenciar a través de la participación directa que permite la correspondiente proporción de la propiedad.

Las experiencias en esta materia son muy variadas según la legislación y la cultura de cada país. Por ejemplo, en Estados Unidos el financiamiento de las empresas a través de acciones es más generalizado, mientras que en Europa el financiamiento se realiza a través capitales externos como los bancos. Por lo tanto, el intento de influencia a partir de la adquisición de propiedad no es igual de importante en todas las economías. (Klec & Mum, 2015)

Respecto de cambios significativos en los comportamientos de las compañías en las que los fondos de pensión invierten, la literatura no es mayormente concluyente. (Gillan & Starks, 2007), y (Renneboog & Szilagyi, 2008) encuentran que las iniciativas de los accionistas son tomadas en cuenta y este tipo de medidas deben ser aprovechadas por los fondos de pensión. Por ejemplo, muestran que existe evidencia de límites en remuneraciones a ejecutivos cuando los fondos de pensiones públicos están involucrados en las juntas de accionistas.

Ahora, los mismos autores son cautos en reconocer que no son procesos fáciles y cuestionan el sesgo de resultados muy optimistas de otros estudios en la materia, planteando que el éxito de las propuestas de accionistas en sus mesas directivas que se registran, seguramente se acumulan en las mismas empresas que promueven estos espacios de participación.

Respecto del resultado que puede tener este tipo de prácticas en los retornos financieros de las compañías la evidencia no registra impactos. En las revisiones de literatura de (Carmichael, 2005), (Gillan & Starks, 2007) la evidencia es mixta o poco significativa.

El enfoque de Gestión de la Propiedad es complejo y tiene alcances limitados. (Gillan & Starks, 2007) argumentan que la Gestión de la Propiedad implica invertir mucho tiempo en compañías que tienen comportamientos distintos a los esperados, (Useem, 1993) sugiere que los inversionistas éticos tienden a ser minoría y que los gerentes se han vuelto cada vez más sofisticados en la forma en que gestionan las expectativas de los accionistas.

## 2. Sistema de Pensiones Chileno.

En este capítulo se describirá el actual sistema de pensiones chileno y su modelo de inversión. Un primer paso será revisar los fundamentos del sistema para luego analizar sus implicancias en el desarrollo económico. Finalmente se desarrollan en detalle métodos de inversión, cómo sus criterios éticos, reglamentos y políticas de propiedad que se aplican los fondos.

### 2.1 Fundamentos del sistema chileno:

El 1° de mayo de 1981 entra en vigencia, bajo el (Decreto de Ley N° 3.500, 1980), un nuevo sistema privado de pensiones de vejez, invalidez y sobrevivencia para Chile. Se deja atrás un modelo de reparto para adoptar un modelo de capitalización individual.

El Modelo de Pensiones chileno, acumula recursos a través de programas de ahorro voluntarios y obligatorios, donde los trabajadores y el Estado realizan aportes. Cada trabajador impone en las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) el 10% de su remuneración todos los meses, fondos que son invertidos en activos financieros (bonos de empresas, acciones y otros). De manera adicional, los afiliados pagan una comisión a las AFP para que administren sus ahorros. Luego las AFP invierten los fondos en los mercados de capitales, nacionales y extranjeros, en la búsqueda de la maximización del retorno económico.

En el sistema chileno, la pensión del trabajador no se encuentra pre-definida, sino que el resultado de ella depende directamente de la contribución a su cuenta personal de ahorros. A diferencia de un sistema de reparto, en el sistema chileno no se garantizan beneficios. El sistema se basa en la promoción de libertad de elección entre diversas instituciones (AFP) y opciones financieras en donde invertir ahorros. Al cumplir los afiliados 60 o 65 años (65 el hombre y 60 la mujer), el sistema puede comenzar a pagar las pensiones a partir del fondo que los trabajadores de manera individual han acumulado durante su vida laboral. Como clarifica la (Comisión Asesora Presidencial sobre Sistema de Pensiones, 2015) el sistema de pensiones chileno está estructurado de tal manera que el afiliado asume todos los riesgos: los de contribuir con sus ahorros durante su etapa activa y los riesgos de inversión y rentabilidad de sus fondos. Según (Macías, 2017) la rentabilidad en el saldo acumulado de un trabajador promedio se explicaría en un 28% por sus cotizaciones y un 72% por su rentabilidad.

El sistema de pensiones chileno ha evolucionado desde 1981 a la fecha. Los mayores cambios pueden observarse en las alternativas que se han implementado para invertir los recursos ahorrados por los trabajadores. Se comenzó con un espacio acotado de inversión, para 1989 se permite la inversión en acciones nacionales de propiedad concentrada, para 1990 la inversión en renta fija extranjera y fondos de inversión nacionales, para 1994 se permite la inversión en bonos, acciones de libre disponibilidad, títulos de empresas extranjeras y derivados. El año 2002 se implementa (Ley N° 19.795, 2002) que permite a los afiliados de cada AFP, invertir sus fondos ahorrados en 5 distintos “multifondos” diferenciados, según la proporción de renta variable y renta fija.

Para 2008, el sistema de pensiones vivió una de sus grandes reformas. Si bien no se cuestionaron los principales fundamentos de funcionamiento del modelo, a partir de (Ley N° 20.255, 2008) se instauró un “Pilar Solidario” al sistema. Este contempla la creación de pensiones básicas y aportes del estado a pensiones que no superaran un determinado umbral. Adicionalmente se materializaron esfuerzos por disminuir la elusión en las cotizaciones de trabajadores y el fomento de los sistemas de ahorros voluntarios.

Para 2017, el sistema de pensiones vivió su última modificación en el marco de la (Ley N° 20.956, 2016), la cual establece medidas para impulsar la productividad. La modificación al modelo es la apertura a una nueva opción de inversión llamada “activos alternativos”. Esta modificación significa

la posibilidad de inversión en bonos de fondos de inversión y en acciones de sociedades concesionarias de obras de infraestructura, entre otras.

En la actualidad más de 5 millones de chilenos cotizan en el sistema. Según datos de (Superintendencia de Pensiones, 2018) para junio de 2018, en promedio las pensiones autofinanciadas llegarían a los 217.000 para cada afiliado retirado.

Los resultados del sistema impuesto no son los esperados por los chilenos según (STATCOM, 2014) y (CADEM, 2016) y no se condicen con las expectativas declaradas por los ideólogos del sistema como (Piñera, 1991). Los creadores del actual modelo de pensiones, implementaron sus ideas ignorando los riesgos que planteaba, incluso las dudas que hizo saber la misma dictadura. Como bien ha registrado (Matus, 2017) la dificultad de predecir los niveles de rentabilidad, la necesidad de pensiones mínimas pagadas por el estado en el largo plazo y la discriminación a las mujeres trabajadoras, entre otras, son problemáticas que ya se podían vislumbrar momentos antes de la implementación.

Las principales razones que esgrimen hoy las autoridades y académicos para explicar los resultados del sistema son las siguientes: se consideró erróneamente el crecimiento de los salarios durante la vida laboral, no se contempló un aumento significativo en la expectativa de vida de los afiliados, la poca densidad de cotizaciones en la vida laboral (lagunas previsionales) ni la “evasión previsional” producto del autoempleo o precariedad del mercado del trabajo. (Instituto Nacional de Estadística INE, 2014) ( Iglesias, 2013) (Comisión Asesora Presidencial sobre Sistema de Pensiones, 2015)

Adicionalmente a las explicaciones expresadas por los expertos y los esfuerzos por incluir solidaridad al modelo, ha nacido en la ciudadanía un transversal descontento respecto del sistema de pensiones. Según la (CADEM, 2016) un 84% de la población está a favor de realizar una reforma al sistema previsional actual. En la misma línea, el informe que detalla la encuesta de opinión encargada por la (Comisión Asesora Presidencial sobre Sistema de Pensiones, 2015), muestra que la insatisfacción alcanza un 39% y un 11% de los encuestados declara no tener contacto alguno con su institución (AFP que administra los ahorros de toda su vida laboral). Sólo el 3 % de los afiliados a las AFP se declara muy satisfecho (STATCOM, 2014).

Esto no es nuevo, las críticas asomaron desde la entrada en vigor del nuevo sistema de previsión. Una de las primeras voces fue (Arellano, 1981), que manifestó sus preocupaciones por los costos para el estado, la necesidad de una pensión mínima para los más pobres y la posible concentración de poder económico en pocos actores que generaría el nuevo sistema. Desde este primer trabajo y hasta hoy se han sucedido diferentes voces que critican el sistema de pensiones chileno como bien describe (Arenas, 2010).

Adicionalmente a las críticas en la implementación del modelo y los parámetros adecuados para asignar pensiones, el sistema de inversiones de las AFP se ha vuelto inmerso en una crisis de legitimidad. Como sintetizan (Espacio Público, 2017) estos surgen de la imposición de un sistema de jubilación sin espacio a debate público y bajo un régimen dictatorial; la mantención de sistemas paralelos de retiro para Fuerzas Armadas y Carabineros; y donde existe una sensación de abuso al contrastar las bajas pensiones con las rentabilidades “sobrenormales” de las administradoras de los fondos de pensión. (López, 2016)

Este trabajo busca también posicionar un cuestionamiento respecto del rol que deben jugar los ahorros de los trabajadores en la economía y la reflexión sobre el poder que tienen los fondos de pensiones en el desarrollo de Chile. Hoy ausente en el debate nacional.

## 2.2 El Poder del Fondo de Pensiones:

Como distingue (Uthoff, 1997), tradicionalmente se atribuyen dos tipos de componentes a los sistemas de pensiones. En primer lugar, un componente social, centrado en el valor de las pensiones, la buena vejez y el financiamiento de la vida de quienes no han ahorrado para su jubilación. En segundo lugar, están los componentes que se relacionan con el desarrollo económico y el efecto de la generación de ahorros en la economía.

Independiente de la calidad y forma de gestión de las pensiones a los contribuyentes, los sistemas previsionales que generan ahorro se han convertido en una importante fuente de capitalización para grandes empresas y bancos. Según explican (Carmichael & Quarter, 2003) los fondos de pensiones se han convertido en unas enormes reservas de inversiones. Dejaron de ser solamente cuentas personales anónimas que rentan para un futuro. Hoy tienen implicancias en los desarrollos de la economía mundial, afectando la vida de sus afiliados y muchos otros individuos que conviven en el entramado económico.

Bajo esta lógica, al implementar un sistema de cotizaciones individuales en Chile, no se tuvo como único fin generar mayores ingresos para los jubilados. También se ayudó a crear ahorro en la economía y generar estímulos para el crecimiento (Piñera, 1991). El sistema de capitalización individual junto con proveer mayores pensiones buscó el ingreso de “dineros frescos” al mercado de capitales disponibles para invertir.

El traslado de los ahorros obligatorios de los chilenos al mercado financiero tiene un efecto apreciable y dirigido en el desarrollo económico. Como bien han documentado (Acuña, Villar, Villagómez, Fuentes, & Secada, 2013), (Corbo & Schmidt-Hebbel, 2003) o (Zurita, 2005) el sistema de pensiones en Chile ha generado un impacto en el mercado de capitales desde sus inicios. Según (Arrau, 2001) el crecimiento económico de Chile no podría entenderse sin la gran expansión del mercado de capitales y el sistema financiero.

Los ahorros para las pensiones en Chile, administrados por las AFP, se han transformado en un poder económico que genera efectos en el desarrollo del país. Hasta el momento, estos fondos, sólo se movilizan buscando mayores rentabilidades económicas, ciegos a los tipos de proyectos de inversión, sus externalidades o sus objetivos de largo plazo. Para (Solimano, 2017) la estructura y los movimientos de los flujos de los ahorros de los trabajadores han aportado a la mayor concentración del ingreso en los sectores más acomodados y ello reforzado la influencia de algunos sectores para mantener el sistema de AFP. En Chile, se han incentivado los programas de ahorro para la vejez que sólo promueven ciertos espacios de crecimiento, mientras la ciudadanía ignora las implicancias económicas y políticas de sus comportamientos.

Corbo y Schmidt-Hebbel a través de su trabajo “Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile” profundizan en el poder de los ahorros de los trabajadores y el impacto que han tenido en el desarrollo económico de Chile desde su implementación hasta el año 2001. Los autores describen que los efectos del sistema de pensiones son múltiples y cuantificables.

Respecto del ahorro y la inversión, medidos a través de la tasa de ahorro de la economía, sostienen que se pueden encontrar efectos positivos en el país. Considerando que el estado ha debido financiar la transición de los modelos (aún en curso) y el mayor ahorro privado (a partir de la obligatoriedad del actual sistema), (Corbo & Schmidt-Hebbel, 2003) estiman en el efecto de la reforma tiene un valor cercano a 1.2% del PIB.

Frente al mercado laboral, los autores sostienen que el sistema de pensiones impuesto genera un vínculo mayor entre las contribuciones previsionales y las pensiones futuras esperadas. Producto de

esto, se registran incrementos en la tasa de empleo y de la participación laboral de los trabajadores de mayor edad.

Por último, destacan un aumento en la Productividad Total de los Factores de la mano de una profundización del mercado de capitales. Un mayor desarrollo financiero, explican, ha permitido una asignación más eficiente de recursos permitiendo maximizar los rendimientos, mejorando la productividad general de los factores de la economía.

Para (Corbo & Schmidt-Hebbel, 2003), el principal aprendizaje de la reforma de pensiones chilena es que a través de ella se ha podido contribuir sustancialmente a la tasa de crecimiento del país.

Por otro lado (Raddatz & Schmukler, 2008) analizaron los patrones de inversión y comportamiento de las Administradoras de Fondos de Pensión que han participado del modelo chileno.

En un primer hallazgo de su trabajo, (Raddatz & Schmukler, 2008) describen detalladamente las proporciones que los fondos de pensión poseen invertidas en el largo plazo y en instrumentos líquidos. Los autores encuentran que el sistema de pensiones chileno posee una importante parte de su cartera en activos de fácil liquidación como bonos de gobierno, instrumentos de corto plazo y depósitos bancarios de plazo fijo.

Para estos autores, un segundo elemento del modelo chileno considera que el comportamiento de las Administradoras de Fondos de Pensión tiende a ser similar en sus carteras de activos y que adicionalmente cambian sus posiciones con muy poca frecuencia. En la misma línea (Raddatz & Schmukler, 2008) sostienen que hay una proporción significativa de los fondos que utiliza una estrategia de “impulso”, esto significa que compran activos ganadores del período anterior y venden los activos perdedores del período pasado. Este tipo de comportamientos lleva a preguntarse sobre la utilidad de una “estrategia activa” en la administración de los fondos de pensión.

Adicionalmente, el alto grado de comportamiento de “pastoreo” podría indicar dos escenarios. Por un lado, todos los fondos de pensión llegan de manera independiente a la misma maximización, lo que los lleva a comprar y vender los mismos activos para maximizar el rendimiento de largo plazo o, quizás lo más probable, que los fondos se siguen en sus estrategias de inversión.

El trabajo de (Raddatz & Schmukler, 2008), a diferencia de (Corbo & Schmidt-Hebbel, 2003), no confirma las expectativas sobre el rol de los fondos de pensión en el desarrollo del mercado de capitales en Chile. Reconocen eso sí, un aporte importante en la absorción de gran número de bonos emitidos por los sectores corporativos permitiendo el financiamiento a estas formas de crecimiento. (Raddatz & Schmukler, 2008) proponen revisar las ideas que motivaron el actual sistema de pensiones si es que aún se quieren conceptualizar como fondos dinámicos en favor del desarrollo de la economía en Chile.

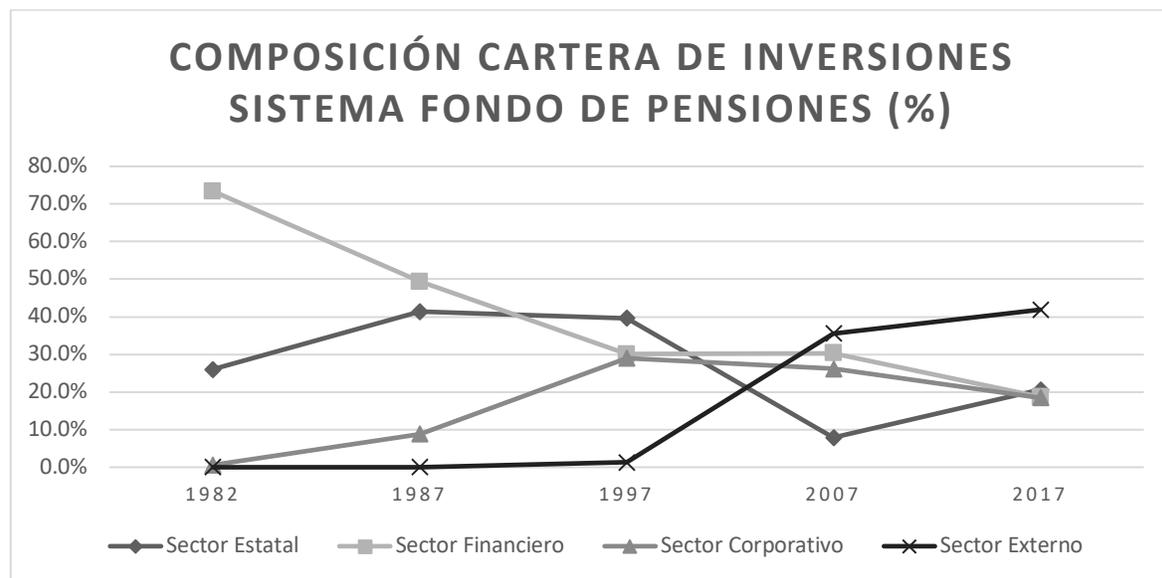
### 2.3 Inversiones del Fondo de Pensiones Chileno:

Según los datos de (Superintendencia de Pensiones, 2018) para agosto de 2018 los fondos alcanzan 133.774.861 millones de pesos y más de diez millones de afiliados. Estos fondos están concentrados en un número reducido de AFP. Para 2018, son 6 las empresas privadas (AFP) que administran los ahorros de los trabajadores chilenos. Como explica (Comisión Asesora Presidencial sobre Sistema de Pensiones, 2015) incluso en los momentos de mayor competencia del mercado (1991- 1997) sólo 3 AFP administraban más del 50% de los fondos totales.

Las Administradoras de Fondos de Pensión invierten los ahorros de los cotizantes buscando la maximización económica de los recursos y actualmente se limitan por Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones. La evolución, desde el inicio del sistema, está marcada por una fuerte baja en

la entrega de financiamiento al sector financiero (letras hipotecarias, depósitos y bonos) desde los años ochenta a fines de los noventa y una fuerte alza de inversión extranjera (fondos mutuos, acciones y renta fija) desde 1.997 a la fecha. El sector estatal compuesto por bonos de gobierno y bonos del Banco Central sufre una importante baja desde fines de los años noventa. Por último, el sector corporativo (acciones y bonos) presentó un aumento importante durante la década de los noventa desde donde se ha estabilizado.

**TABLA 1<sup>1</sup>**



Según la (Superintendencia de Pensiones, 2018) para Julio de 2018, la inversión del portafolio de las AFP se comporta de la siguiente manera en sus grandes partidas: Un 55,9% se invierte en activos locales, Un 11,1% de los fondos corresponde a inversiones de renta variable y un 44,9% a renta fija. La inversión extranjera está mayormente invertida en instrumentos de renta fija y fondos mutuos y en total alcanza un 44,1% del total de los fondos.

**TABLA 2<sup>2</sup>**

<b>Tipos de Instrumentos</b>	<b>% del Fondo de Pensiones</b>
Inversión Nacional Total	55,9%
Renta Variable Nacional	11,1%
Acciones Nacional	8,8%
Renta Fija Nacional	44,9%
Bonos Bancarios Nacional	20,8%
Inversión Extranjera Total	44,1%
Renta Variable Extranjera	29,6%
Renta Fija Extranjera	14,4%

<sup>1</sup> Elaboración propia a partir de datos de (Macías, 2017)

<sup>2</sup> Elaboración propia según datos de (Superintendencia de Pensiones, 2018)

Considerando la importancia que reviste la forma en que se invierten los fondos del sistema, a continuación, se revisará el modelo en tres perspectivas. Primero analizar los criterios de inversión de los fondos: ¿En qué invertir los fondos de pensión? Segundo analizar algunos límites a las inversiones: ¿Cómo se pueden invertir los fondos? Tercero, que se hace con la inversión realizada: ¿Cómo administrar la inversión en un activo?

## 2.4 Criterios de Inversión

La legislación que rige las inversiones de las AFP en Chile es el Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones. Orientado por (Decreto de Ley N° 3.500, 1980), describe un marco normativo de las inversiones que pueden ser realizadas.

El Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones, responsabilidad de la Superintendencia de Pensiones y el Consejo Técnico de Inversiones<sup>3</sup>, establece criterios para determinar los límites a la inversión y elegibilidad de instrumentos financieros. Intervienen también en esta estructura, el Banco Central determinando los límites estructurales de inversión en instrumentos del Estado, el extranjero y los tipos de inversión de mayor riesgo relativo. Finalmente, también tiene un rol la Comisión Clasificadora de Riesgo, que aprueba cuotas de los instrumentos de inversión de los Fondos de Pensiones.

En el marco normativo que rige las inversiones de los ahorros de los trabajadores chilenos, no existe un órgano representativo de los afiliados o de los pensionados. Tampoco existe un “Consejo Ético” que analice la pertinencia o el desarrollo sostenible de las inversiones. En la estructura que rige las inversiones de los fondos de pensión, los dueños de los fondos (los trabajadores) no tienen un rol efectivo.

Dado el marco legal que se les propone y el contexto de competencia al que se invita a las Administradoras de Fondos de Pensión, los criterios adoptados por las AFP son maximizar la rentabilidad financiera a un riesgo controlado, cuidando la diversificación de los fondos, las concentraciones de propiedad y la liquidez para el pago de las obligaciones de los afiliados.

A través de los años, algunas de las sociedades en que más participación proporcional tienen los chilenos a través de los Fondos de Pensión han sido Cencosud y CMPC. Cencosud, compañía cuestionada por cobros abusivos a sus clientes (aumentos unilaterales de comisiones) (El Observatorio, 2011) y de internación irregular de mercadería al país a través de la fachada de “ayuda humanitaria” (Echeñique & Araya, 2013). CMPC, firma condenada por colusión y fraude a un gran número de chilenos en el mercado del papel (EMOL, 2017). A este grupo se deben agregar las inversiones de los fondos de pensiones realizadas a instituciones acusadas de irregularidades o delitos. Por ejemplo, SQM firma que acaparaba fondos del sistema de pensiones hasta hace algunos años (Superintendencia de Pensiones, 2013), es condenada por financiamiento irregular de la política (Epstein, 2017), LAN antes de transformarse en LATAM fue condenada por violaciones a la ley anticorrupción por pago de coimas a funcionarios del Estado (Urien & Fernández Blanco, 2016).

Otra frecuente manera de invertir los fondos de pensiones que utilizan las AFP son los bonos en bancos locales. Los fondos de los trabajadores chilenos son invertidos a bajas tasas en los bancos, que devuelven estos dineros a las mismas familias, pero esta vez transformados en créditos de consumo con altos intereses. El sistema chileno se ha transformado en una bolsa de recursos que le presta

---

<sup>3</sup> El consejo Técnico de Inversiones debe pronunciarse en materias del Régimen de Pensiones. Está integrado por cinco miembros. Uno designado por el Presidente de la República, otro por el Consejo del Banco Central de Chile, otro por las AFP y finalmente dos designados por los decanos de las facultades de Economía o Economía y Administración de las Universidades acreditadas.

dineros al mercado de capitales local y mundial, teniendo a sus mismos afiliados con altas tasas de endeudamiento. (Solimano, 2017)

Si bien estos casos involucran directo perjuicio de los trabajadores chilenos, para el Régimen de Inversiones de los Fondos de Pensión son parte de una decisión adecuada según el riesgo y retorno que los activos ofrecen. Elementos de directa relación con la calidad de vida de los afiliados a las AFP como el bienestar, desarrollo social, contaminación y prácticas laborales, no forman parte de los criterios a considerar al momento de invertir.

Que los retornos de las inversiones perjudiquen la calidad de vida de los trabajadores (como los casos anteriormente citados), confirma la distancia entre la función de maximización de retorno las AFP y la función de bienestar de los afiliados. La función de maximización de bienestar de los afiliados a los fondos de pensión implica más variables que el retorno económico de sus inversiones.

## 2.5 Limitaciones para la inversión:

Los activos de los Fondos de Pensiones deben ser invertidos bajo los instrumentos que proponen la Superintendencia de Pensiones y el Banco Central de Chile. Las actuales normativas de inversión han sido constantemente perfeccionadas. (Chinchón Barrera, 2013)

Actualmente los fondos de pensión pueden invertir sus activos en títulos emitidos por la Tesorería General de la República y por el Banco Central; Letras de crédito, títulos y depósitos emitidos por instituciones financieras; Bonos de empresas públicas y privadas, Acciones de sociedades anónimas abiertas; Cuotas de fondos de inversión; Instrumentos de operaciones y contratos extranjeros; Opciones y derivados; Activos Alternativos.

Adicionalmente a los activos en que es permitido invertir para los fondos de pensiones, existen ciertas normas que limitan y restringen las cantidades de inversión que se realizan en cada uno. Esto con el afán de cuidar una acotada volatilidad de los fondos en una diversificación de las inversiones. Este tipo de normativas se entienden en el marco de un mercado de capitales muy pequeño respecto de países más desarrollados, con rango acotado de liquidez de inversiones y un menor flujo de recursos.

En el régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones se detallan limitaciones por instrumentos y emisores con el fin de regular la inversión y establecer mecanismos de funcionamiento. Entre otros, los fondos de pensiones no podrán invertir directa o indirectamente en compañías de seguro u otras administradoras de fondos, las inversiones de los Fondos de Pensión en acciones, bonos y efectos de comercio emitidos por una sociedad no podrán exceder el 7% del valor del fondo en el que se invierte. Los fondos de pensión podrán invertir determinados niveles y en determinados instrumentos de riesgo su inversión en el extranjero (Superintendencia de Pensiones, 2017).

Finalmente, aunque se han constituido instituciones clasificadoras de riesgo y los Fondos de Pensiones han presionado para aumentar sus posibilidades de inversión, no existen alternativas de financiamiento de proyectos nuevos que no se transen en mercados tradicionales o que no respondan a grandes proyectos de inversión. Esto dista en gran medida de los registros de (Carmichael, 2005) y (Hebb, Pension Funds and Urban Revitalization: California Case Study B: Real Estate. CalPERS' California Urban Real Estate Initiative, 2005) que muestran como grandes fondos de pensión hacen posibles proyectos de inversión locales en Canadá y Estados Unidos respectivamente.

Las limitaciones de inversión del sistema de pensiones chileno orientan a financiar proyectos de gran tamaño, instituciones financieras y mercados externos. Finalmente, los fondos son invertidos en acotadas alternativas donde los ahorros de los trabajadores no están disponibles para financiar proyectos que generen retorno económico directo o beneficios en otros espacios de interés a sus afiliados.

## 2.6 Gestión de la propiedad de la inversión:

Desde los inicios del modelo de pensiones, los ahorros de los trabajadores se han transformado en una fuente importante de financiamiento para grandes compañías, obteniendo para sus operaciones flujos de capitales frescos. Según la (Superintendencia de Pensiones, 2018) para el mes de Julio de 2018, un 11,1 % de los recursos acumulados en el fondo de pensiones se invierte, a través de las AFP, en acciones de sociedades abiertas y fondos de inversión en Chile.

Las AFP al administrar los ahorros de los trabajadores chilenos se hacen acreedoras de un poder económico muy importante a nivel local, poder que no tiene comparación con otro actor en el mercado chileno. Al invertir en organizaciones y empresas, las administradoras de fondos de pensión influyen en el desarrollo de las mismas, pudiendo orientar o dirigir sus comportamientos. Esto quiere decir que en algunas de sus inversiones de las AFP en organizaciones o empresas tienen la posibilidad de orientar o dirigir las estrategias comerciales, financieras y de recursos humanos.

La forma directa de ejercer este poder es a través de la participación de las AFP en juntas de accionistas y juntas de tenedores de bonos o de fondos de inversión.<sup>4</sup> Según el último informe de participación en juntas de accionistas de las AFP disponible, durante el año 2016, las AFP tenían la obligación legal de asistir a 50 juntas dentro de las cuales sólo en 30 eligen un directorio.

La ley obliga a que las AFP posean proporciones pequeñas de las propiedades en las instituciones donde realizan sus inversiones, por lo que para obtener representación en directorios deben combinarse las inversiones de todas las administradoras e incluso involucrar accionistas minoritarios (Superintendencia de Pensiones, 2016). Las políticas de diversificación de las inversiones llevan también a que muchas de las inversiones realizadas no acumulen proporciones relevantes de la propiedad, lo que dificulta la elección de posiciones en juntas directivas.

Según (Superintendencia de Pensiones, 2016), la participación conjunta de las administradoras de fondos alcanzó un total de 30 directores titulares y 4 directores suplentes. Las Sociedades Anónimas Abiertas en las que más se acumulan las inversiones se describen a continuación:

**TABLA 3: MAYORES INVERSIONES DE LAS AFP EN SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS**

<b>Nemotécnico</b>	<b>Participación Fondos</b>	<b>Directores Titulares Totales</b>
ELC	23%	9
COLBUN	18%	9
CENCOSUD	18%	9
ENDESA-AM	16%	9
ENDESA-CH	16%	9
PARAUCO	13%	9
CRISTALES	12%	10
CMPC	11%	9

Fuente: (Superintendencia de Pensiones, 2016)

<sup>4</sup> Estas materias se encuentran reguladas por encuentra regulada por los artículos 45 bis y 155 del D.L. 3.500

Los directores escogidos según el marco de la ley para representar las inversiones de los trabajadores chilenos fueron en su gran mayoría hombres (90%), ingenieros de profesión (75%) y su pregrado fue cursado en la Universidad de Chile o la Pontificia Universidad Católica (75%).

Este tipo de nombramientos no desentona respecto de otros años. Según el trabajo de análisis biográfico de Carlos Huneeus para los directores elegidos por las AFP durante los años 1995 a 1997, muestra que los 40 nombramientos para 59 asientos en directorios pueden explicarse en tres características: “son de derecha, en una importante proporción fueron altos funcionarios de la dictadura y eran altos ejecutivos de empresas relacionadas con el correspondiente grupo que controlaba la AFP más poderosa de la respectiva empresa” (Huneeus, 2014, págs. 350 - 351).

Aunque recién en marzo de 1994 se exigió informar a las AFP cómo determinaban los nombramientos en directorios en los cuales invertían los fondos de sus afiliados, los comportamientos desde mediados de los noventa hasta hoy demuestran que los directores elegidos poseen sensibilidades que están particularmente concentradas, donde intereses de mujeres, trabajadores de regiones, discapacitados, entre otros, no se ven representados.

En la actualidad, los directores son seleccionados por las AFP dentro de un listado de personas que preparan consultoras “head-hunters” y un comité de directores designados por las AFP (Superintendencia de Pensiones, 2016, pág. 38). En el proceso de selección de las personas que van a velar por el rendimiento de las inversiones de los trabajadores chilenos en sociedades anónimas nacionales, los propietarios de los fondos no participan de manera alguna.

Los afiliados, obligados a participar del sistema de cotización en AFP, no pueden plantear sus objetivos y menos influir en el proceso. Tampoco son los afiliados quienes han tenido posibilidades de participar en los requisitos requeridos para ser elegido o inhabilitado para el cargo de director representante de las inversiones de las AFP.

El modo de funcionamiento que se ha consolidado por las AFP y que la legislación chilena permite, ha provocado que los dueños de los fondos no puedan tener injerencia en el desarrollo de las compañías y las organizaciones en las cuales tienen una proporción propiedad. La proporción de propiedad que tienen los trabajadores es crucial, porque es una manera concreta de influir sobre el comportamiento con los trabajadores y la sociedad. Es una manera de utilizar los fondos de pensión para el beneficio actual y futuro de los cotizantes.

### 3. Estudio de Casos

En esta sección se revisarán 3 casos de proyectos de inversión para planes de retiro con criterios de inversión responsables, planes de “economía real” y gestión de la propiedad.

En primer lugar, el caso de CalPERS describe el funcionamiento de uno de los fondos de pensiones más importantes en el mundo. Detalla sus criterios de decisión en las inversiones y la búsqueda de claros objetivos tras las inversiones en diversas compañías. En segundo lugar, el caso de Concert Properties, describe el impacto en el desarrollo local que permiten los fondos de pensión cuando se direccionan en la maximización de retornos y a la vez en la creación de empleo y resolución de problemas de la economía a través de proyectos de largo plazo. Por último, se describe el caso de Crocus, un fondo de inversión para el desarrollo local.

El caso del Sistema de Retiro de los Empleados Públicos de California busca señalar algunos caminos que sociedades desarrolladas ya han implementado desde hace varias décadas en fondos de altos niveles de importancia social, económica y con situaciones comparables al sistema chileno. A continuación, los casos de Concert Properties y Fondo Crocus intentan iluminar posibilidades de desarrollo y alertar sobre factores de riesgo a considerar para la implementación de políticas públicas en la materia.

#### 3.1 El Sistema de Retiro de Empleados Públicos de California (CalPERS)

Desde hace años, los empleados públicos del Estado de California a través de sus agrupaciones sindicales han discutido sobre sistemas de retiro. Ya en 1932, ajustaban la constitución para crear un sistema de jubilación para quienes trabajaban en el Estado.

En una primera instancia, crearon un fondo de inversión exclusivo en bonos. Para este momento, fue el Estado quien apuntaló el inicio contribuyendo con recursos. El fondo fue incorporando más trabajadores en los años siguientes y la legislación que lo regía se fue flexibilizando. En 1953 se permitió invertir en bienes raíces, en 1967 hasta un 25% de los recursos en acciones. Finalmente, en 1984 se permite superar el límite de inversión en acciones y explorar mercados internacionales.

Paralelamente a la flexibilidad en las políticas de inversión de los recursos destinados a las provisiones de los trabajadores, entre los años 1975 y 1987, el fondo comenzó un programa de gobierno corporativo. Se creó un Consejo de Inversionistas institucionales, una organización de fondos de pensiones y comisiones que formulan políticas sobre derechos de accionistas y beneficios asociados.

En pleno crecimiento del fondo de retiro, CalPERS vivió uno de los momentos claves en su desarrollo. Definió su independencia y su modo de funcionamiento en la maximización de retornos. Mientras el Estado atravesaba una grave crisis en 1991, el gobernador Pete Wilson intentó utilizar los fondos para equilibrar su presupuesto. Los sindicatos de trabajadores presionaron y decidieron darle autoridad al comité de inversiones para administrar el fondo de manera independiente y con el único fin de generar beneficios a sus afiliados.

Pocos años después, en 1996, el fondo alcanzó los \$ 100.000 millones y para 2007, cumpliendo 75 años, CalPERS tenía en su cartera activos por \$241.700 millones.

Hasta hoy CalPERS ofrece un plan de beneficios definidos. Las jubilaciones de los empleados del estado de California se calculan en base a los años de servicio de un miembro, la edad de jubilación y la compensación final (salario promedio por un período definido de trabajo). Además, las jubilaciones

de los afiliados varían según la clasificación del empleo (seguridad, policía, bomberos, etc), el tipo de afiliación (empleado estatal, escolar o agencia pública) y disposiciones entre su contrato y CalPERS.

El Sistema de Retiro de Empleados Públicos de California es hoy uno de los mayores inversionistas del mundo, con más de \$ 295 mil millones. A pesar de una fuerte baja para la crisis de 2008 que levantó muchas inquietudes, CalPERS ha promediado un 8,57% en los últimos 20 años superando las expectativas (7,5%)<sup>5</sup>. Además de ello se ha intencionado que el fondo promueva el desarrollo de California, relevando su posición a un importante actor local. CalPERS utiliza sus capacidades financieras para realizar inversiones intencionadas en la promoción de responsabilidad social, la justicia en las empresas y la diversificación en la economía local.

Por ejemplo, CalPERS ha restringido inversiones en compañías que realizan negocios con Sudán producto del genocidio, ha invertido y publicitado sus sociedades con preocupación por el bienestar de mujeres o minorías (Johnson/Macfarlane Urban Partners<sup>6</sup>) y ha generado políticas de contratos responsables para sus inversiones en bienes raíces para pagar mejores salarios y otorgar mejores beneficios a los trabajadores.

Por otro lado, CalPERS pone énfasis en su programa de gobierno corporativo, creyendo que el buen gobierno corporativo conduce a mayores ganancias en las inversiones. El programa utiliza la influencia de las inversiones de CalPERS para instar a las empresas a adherir a ciertos principios y apoyar reformas. Por ejemplo, el polémico caso en que se presionó para que se reemplazara la mayoría de los directivos de la cadena de supermercados Safeway, luego de enterarse de malas prácticas con los trabajadores<sup>7</sup>.

En los últimos años CalPERS ha liderado las inversiones éticas y responsables. Para el año 2000 se deshizo de sus inversiones en fabricantes de tabaco y en 2013 dejó de invertir en fabricantes de armas<sup>8</sup>.

Las inversiones del fondo no sólo se preocupan de las buenas prácticas y el impacto social por altruismo sino buscando mayores rentabilidades de largo plazo. Así lo han entendido los mercados, que al descubrir que CalPERS invertía en una compañía, automáticamente aumentaba su cotización en S&P500 por la señalización (se realizarán buenas prácticas en esas compañías). Esto es lo que se ha llamado “efecto CalPERS” que ha motivado a grandes compañías para mirar con atención este fondo de inversión<sup>9</sup>

En la actualidad, el modo en que CalPERS toma sus decisiones se concentra en su junta directiva. Es en ella donde se acuerdan los lineamientos de inversión y sus criterios. Esta junta directiva está compuesta por trece miembros. Algunos son elegidos democráticamente entre los afiliados (6), otros son designados por las autoridades políticas (3) y los últimos son cargos públicos que poseen posiciones en la junta como el Contralor del Estado, Tesorero del Estado, Director de Recursos Humanos y un representante de la Junta de Empleados Públicos del Estado<sup>10</sup>. Los cargos se someten a votaciones cada cuatro años siendo procesos públicos que llevan a cabo las autoridades del estado.

---

<sup>5</sup> Public Policy Institute of California (PPIC.ORG). Kevin Cook: “Las Pensiones Públicas en California” (2015).

[http://www.ppic.org/content/pubs/jtf/JTF\\_PublicPensionsSpanishJTF.pdf](http://www.ppic.org/content/pubs/jtf/JTF_PublicPensionsSpanishJTF.pdf)

<sup>6</sup>The Free Library: “CalPERS approves \$51.5 million investment with Johnson/MacFarlane Urban Partners”.(1996)

[https://www.thefreelibrary.com/CalPERS+approves+\\$51.5+million+investment+with+Johnson%2FMacFarlane...-a018066071](https://www.thefreelibrary.com/CalPERS+approves+$51.5+million+investment+with+Johnson%2FMacFarlane...-a018066071)

<sup>7</sup> Independent Institute. Bejamin Powell: “Llegó el momento de jubilar al politizado Sistema de Pensiones de California”. (2005).

<http://www.elindependent.org/articulos/article.asp?id=1442>

<sup>8</sup> The Telegraph. Amanda Leek: “How to invest like...The California state pension fund” (2016).

<http://www.telegraph.co.uk/money/special-reports/how-to-invest-like-the-california-state-pension-fund/>

<sup>9</sup> The Telegraph. Amanda Leek: “How to invest like...The California state pension fund” (2016).

<http://www.telegraph.co.uk/money/special-reports/how-to-invest-like-the-california-state-pension-fund/>

<sup>10</sup> CalPERS. Board Member. <https://www.calpers.ca.gov/page/about/board/board-members>

### 3.2 Concert Properties.

En 1968, Bill Clark, como nuevo presidente del Sindicato de Trabajadores de las Telecomunicaciones, se sorprendió al enterarse de la gran cantidad de dinero que reunían sus fondos de pensiones. Influenciado por el autor Peter Drucker<sup>11</sup>, identificó el gran flujo de fondos que salían de British Columbia con destino a Quebec y Nueva York persiguiendo mejores rentabilidades.

Adicionalmente a la pérdida de fondos y de inversión en la zona, eran testigos de la disminución del empleo sindicalizado en los oficios de construcción a medida que los desarrolladores inmobiliarios utilizaban mano de obra más precarizada y no calificada. Pensaron que la utilización de los fondos de pensión era entonces una manera de luchar contra estas condiciones y crear trabajos bien pagados en el rubro.

El objetivo de Clark era reunir en un grupo a distintos fondos de pensiones, y crear un nuevo fondo donde "nadie tenía que poner más de lo que se sientan cómodos". El fondo de dinero no sería administrado directamente por los fondos que contribuyen, sino por expertos contratados por estos, para invertir de acuerdo con las políticas acordadas.

Para fines de los años ochenta, varios fondos de British Columbia, reunieron una pequeña proporción de sus dineros invertibles (\$30 Millones) para crear una compañía de desarrollo inmobiliario enfocada en arriendo de viviendas.

El modelo acordado era el de una compañía financiada por una multiplicidad de fondos de pensiones con un consejo de administración para invertir en bienes raíces, fondos hipotecarios, capital de riesgo y otros servicios financieros. La empresa utilizaría mano de obra sindical para los proyectos y así lograr obtener el patrocinio en British Columbia.

Mientras que muchos fondos de pensiones todavía estaban trasladando sus activos a los grandes mercados bursátiles del mundo, Clark argumentaba que la inversión a largo plazo de 30 o 40 años en bienes raíces era una estrategia perfecta para los fondos de pensiones. Sugirieron a los fondos un límite máximo del 10% de sus activos.

La vivienda asequible para arriendo fue el principal proyecto a desarrollar. Los desarrolladores inmobiliarios por lo general son renuentes a construir viviendas para arriendo. La construcción de viviendas para la venta ofrece retornos inmediatos, mientras que la construcción de viviendas para arriendo es una inversión a largo plazo con bajos rendimientos en el corto plazo a menos que el proyecto esté bien capitalizado.

La ciudad de Vancouver tenía terrenos no utilizados y el alcalde Gordon Campbell estaba interesado en la asociación con esta nueva empresa cooperativa. Durante finales de los ochenta, la ciudad de Vancouver había visto bajar sus tasas de vacancias en viviendas de arriendo a menos del 1% en algunas partes de la ciudad (West End Vancouver).

No exentos de dificultades se crea VLC Properties, con el fin de proveer viviendas económicas para las familias, contratando mano de obra calificada, sindicalizada y con tasas retorno razonable para los accionistas. La ciudad acordó ser un socio financiero. El modelo consistía en que la ciudad arrienda los terrenos a bajo costo y largo plazo a la compañía, mientras ella construye y arrienda las viviendas asequibles en el largo plazo.

La construcción de viviendas para arrendar bajo esta modalidad fue un éxito según sus directivos. Para 1999 se informaba que el 80% de las viviendas para arrendar que habían sido construidas en la

---

<sup>11</sup> (Drucker, 1976)

última década, habían sido por lo que pronto sería Concert Properties. Al mismo tiempo, se había mantenido la promesa de no aumentar los arriendos en más de un 1%+ inflación.

Los problemas comenzaron porque las tasas de retornos se redujeron al aumentar las tasas de interés bancarias y por la necesidad de recurrir a deudas hipotecarias producto de la falta de confianza de los accionistas.

La compañía fue modificada pensando en mejores retornos y beneficios tributarios. Para ello se configuró una nueva compañía que solo tenía fondos de pensiones como accionistas. Para 1999 Concert Properties recomendaba que los fondos invirtieran en acciones de la compañía el 5% o menos de sus activos. En ese entonces, el Fondo de los Trabajadores de Telecomunicaciones fue el fondo de mayor inversión con 2,3% de sus activos.

Adicionalmente a la preocupación por la propiedad de Concert, los directivos analizaban las posibilidades de endeudamiento de la compañía. Fue necesario diseñar un modelo de fondo hipotecario que disminuyera la influencia de los prestamistas privados a largo plazo en las inversiones. Este fondo, que finalmente se estructuró como un fondo “políticamente integrado” permitió el crecimiento de \$ 27,3 a aproximadamente \$130 millones. Quienes decidieron invertir en este fondo obtuvieron diversificación en su cartera de renta fija como una alternativa a los bonos.

En 1996, Concert comenzó a adquirir y desarrollar propiedades industriales y comerciales para capitalizar mayores beneficios y utilizar la gran experiencia profesional acumulada. Para 2001, Concert decidió expandirse al mercado de Ontario. El objetivo fue el desarrollo de nuevas viviendas para arriendo en asociación con el Sistema de Retiro de Empleados Municipales de Ontario. Este trabajo se ha ampliado a condominios para venta y desarrollos inmobiliarios para jubilados hasta hoy.

Los desarrollos inmobiliarios de comunidades de jubilados son el nuevo foco de Concert. Su objetivo está en mejorar la vida de personas mayores y agregar una nueva dimensión al portafolio de inversiones. Para 2009 David Podmore, presidente y CEO de Concert planteaba: "Somos económicamente estables, bien posicionados para el crecimiento y los negocios van en la vanguardia"<sup>12</sup>.

Desde 1989, Concert ha desarrollado proyectos por más de \$3,400 millones, ha construido más de 12.000 viviendas para arriendo y venta. Ha adquirido más de 11,5 millones de pies cuadrados de propiedades productoras de ingresos y ha generado más de 28 millones de horas de trabajo sindical. Durante este tiempo ha contribuido en más de \$ 123 millones a la pensión de los sindicatos afiliados, su salud y beneficios sociales.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Concert Properties. Lon Roberts: “Benefits of the 20-year partnership go both ways”. (2009)  
<http://www.concertproperties.com/sites/default/files/TRADEtalk%20Magazine%20-%202009%20Fall%20-%20Concert%20Profile.pdf>

<sup>13</sup> Concert Properties. Corporate Details. <http://www.concertproperties.com/about/corporate-details>

### 3.3 Crocus Found<sup>14</sup>

Manitoba sufrió durante los últimos años de los ochenta la falta de capitales que pudieran ayudar a las empresas a crecer. La apertura comercial a Estados Unidos y el desarrollo del mercado financiero fueron el comienzo de una tendencia que comenzó a golpear las provincias lejanas a las capitales en Canadá. El movimiento de los antiguos recursos financieros (provenientes de fundadores de empresas, amigos, inversores ángel) no permitieron que empresas locales pudieran crecer.

En este contexto es que nace el Fondo Crocus. Diseñado para aportar capitales que ayuden a empresas privadas de Manitoba a crecer.

El Fondo, fue promovido por la Federación de Trabajo de Manitoba en 1991 y promulgado como la Ley de Propiedad de Empleados de Manitoba el mismo año. El Fondo fue apoyado por el Gobierno Federal y Provincial proporcionando capital de emisión y créditos fiscales. En 1993 el Fondo Crocus comenzó a buscar inversores individuales.

En un principio el Fondo Crocus tenía cinco objetivos:

1. Facilitar la retención de capital en Manitoba;
2. Promover el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas y garantizar su continuidad de una generación a la siguiente.
3. Conservar los empleos existentes en las pequeñas y medianas empresas y crear nuevos trabajos.
4. Fomentar la participación de los empleados en el gobierno corporativo y gestión.
5. Proporcionar una tasa de rendimiento competitiva a los inversores del Fondo.

La credibilidad del fondo en el sistema financiero aumentó con el compromiso temprano de organizaciones como la Central de Cooperativas de Crédito, la Comisión de Compensación de Trabajadores, Fondo de Huelgas de Empleados del Gobierno de Manitoba, la Cruz Azul de Manitoba y la Fundación de Fabricantes de Prendas de Vestir y Confecciones.

El Fondo realizó un esfuerzo importante para no depender de intermediarios y a la vez posicionarse en una amplia gama de lugares y maximizar sus ventas. Fondo Crocus es vendido por corredores, distribuidores de fondos mutuos y por una filial del mismo fondo. El objetivo es que el principal motor de venta sea el rendimiento mismo del fondo.

El modelo implantado por Crocus, generó una base de conocimiento en el movimiento obrero que no existía previamente. Desarrolló una amplia experiencia en finanzas, la lectura y la comprensión de los estados y la gestión financiera. Esta experiencia pudo aumentar su eficacia en diversos contextos, incluida la negociación colectiva (Carmichael & Quarter, 2003).

El Fondo fue durante muchos años la principal fuente de capital de riesgo en Manitoba. Había una escasez de capital de riesgo en la provincia que, ya en 1996, cuando el Fondo tenía aproximadamente \$ 50 millones en activos, representaba más de dos tercios de todo el capital de riesgo disponible en la provincia.

Durante su constante alza el Fondo invirtió más \$130 millones de dólares en 60 pequeñas y medianas empresas de Manitoba. La cartera de inversiones refleja parte de las búsquedas originales del fondo: 32% manufactura, 18% entretenimiento y hotelería, 24% en ciencia, medicina y tecnología, 10% finanzas, 9% en servicios y 7% en transportes.

Las decisiones de inversión de Fondo Crocus involucraron un análisis complejo de las compañías y proyectos. Se analizó el equipo de gestión, potencial de crecimiento, historia y solidez financiera. Adicionalmente se practicaron auditorías que evaluaron criterios de salud y seguridad de trabajadores, impacto en medio ambiente, equidad en el empleo y relaciones laborales. El Fondo no es solo un inversor con orientación económica, sino que también social.

---

<sup>14</sup> El caso de Fondo Crocus ha sido construido a partir de la base del trabajo de (Carmichael, 2005) y complementado con archivos de prensa posteriores a la publicación del caso original.

Un caso claro de la influencia positiva de este tipo de medidas en la industria de Manitoba fue el caso de Dynamic Pork, empresa de procesamiento de carne de cerdo. La auditoría social del fondo determinó que el programa de crecimiento de Dynamic Pork era ambientalmente insostenible, por lo que Crocus no invertiría. Producto de ello, la empresa comprometió nuevas instalaciones y el cumplimiento de nuevas normas ambientales de manera extensiva. De la misma manera, Crocus invertía en empresas que creían en producir trabajos de calidad antes que trabajos de bajos costos.

Como parte de su compromiso con el desarrollo social de Manitoba, Crocus también incluyó en su evaluación de empresas la predisposición de los directivos y controladores a impulsar “planes de propiedad” para los empleados. Al mismo tiempo empujó estas propuestas ofreciendo programas, en alianza con universidades, para todo tipo de trabajadores sobre educación financiera, planes de propiedad para empleados, etc.

Un importante ejemplo del efecto de este trabajo se reflejó en la venta del Grupo Angus Reid a IPSOS. A inicios de 2000, se concretó una venta que tenía a trabajadores de la empresa como accionistas, quienes han triplicado sus inversiones e incluso aumentando hasta cinco veces luego de la venta.

La retención y creación del empleo fueron preocupaciones centrales del fondo de inversión. Para el año 2001, las inversiones del fondo contemplaron 60 pequeñas y medianas empresas de la provincia. Se abrían mantenido 11.200 empleos y creado más de 4.000 nuevos puestos de trabajo. Lo que logró Crocus para la fecha es duplicar el número de empleos creados por dólar invertido respecto del promedio de la industria de capital de riesgo.

Con el tiempo Fondo Crocus amplió sus esferas de impacto. Se ha invertido de manera intencionada en iniciativas de desarrollo del centro de la ciudad, en un equipo de béisbol, clubes nocturnos y grandes proveedores de servicios. Para principios de los 2000 optó por trasladar sus oficinas centrales a un edificio histórico de la ciudad programado para la demolición, lo reacondicionó y creó sus oficinas que comparten el espacio con organizaciones de desarrollo cultural.

Luego de permanentes alzas de las perspectivas de crecimientos y beneficios para los afiliados al fondo comenzaron a surgir críticas y desconfianzas al modelo. Lo concreto es que nadie ha podido precisar el momento exacto en que Crocus empezó a tener problemas. Para el año 2000, cuando Crocus alcanzaba su mayor valor, muchos analistas se preguntaban si el fondo tendría la liquidez necesaria para cubrir sus obligaciones. Para el año 2002 fueron los políticos que comenzaron a preocuparse por la viabilidad del fondo. Los funcionarios de Crocus negaron que el fondo atravesara alguna crisis, a pesar de que al mismo tiempo pedían un préstamo para cubrir sus emergencias.

Se habló de severos problemas de liquidez, mala supervisión y falta de transparencia en la valoración de acciones por parte del fondo. El año 2005, el Auditor General de Manitoba emitió un informe en el que describía el incumplimiento de responsabilidades por parte de la Junta Directiva y varios funcionarios de Crocus, engaño a los inversionistas sobre préstamos y liquidez del fondo. Por último, registró incumplimientos de la legislación.

Con el tiempo, diversos medios de prensa han dedicado páginas para describir el colapso de uno de los fondos más prometedores que tuviera Manitoba en el último tiempo. Se ha destapado información sobre gastos extravagantes de los directivos y comportamientos que no concordaban con la situación que vivía el fondo de inversión en los últimos años<sup>1516</sup>.

Hasta nuestros días, siguen las consecuencias del manejo del Fondo Crocus. Grupos de inversionistas han formado asociaciones que demandan colectivamente al Fondo y el gobierno realiza investigaciones para establecer responsabilidades en la falta de fiscalización.

---

<sup>15</sup> Investor Voice. “How Crocus lost its Bloom”. <http://investorvoice.ca/Scandals/Crocus/Crocus58.htm>

<sup>16</sup>The Globe and Mail. Michelle Macafee. “Something smells in Manitoba’s Crocus fund”(2005)

<https://www.theglobeandmail.com/news/national/something-smells-in-manitobas-crocus-fund/article20422383/>

## 4. Propuestas

Cómo se ha analizado, en un modelo de pensiones basado en la inversión de ahorros, no sólo es importante el resultado final del valor de la pensión de cada afiliado, sino que también es relevante el proceso para alcanzar esa rentabilidad, la forma en que esta se construye. En todos los sistemas de ahorro, y en la medida que estos aumenten su peso en los mercados de capitales, se hará más frecuente la inquietud respecto de la manera de realizar las inversiones en la economía.

Existirá una presión cada vez más grande por acercar la función de maximización de bienestar de los afiliados a la función de maximización de retorno que se utilice por parte del administrador para decidir la forma de inversión de las futuras pensiones. A continuación, se describen tres propuestas que describen espacios de mejora en los cuales se puede acotar esta brecha, generando beneficios para los afiliados, sus familias y sus comunidades

Estas propuestas, junto con reflexionar respecto del proceso de inversión de los fondos, buscan relevar la importancia de que los trabajadores reclamen la propiedad de sus fondos y sean activos en el debate sobre su uso actual y futuro.

### 4.1 Portafolio con Criterios éticos o “screen” para inversiones:

Implementar un esquema de portafolio de inversiones éticamente responsable construido en base a un conjunto de criterios o “screen”. Esto quiere decir que los fondos de pensión acumulados deben invertirse según limitaciones y restricciones que los mismos afiliados deciden.

Este tipo de metodología, ampliamente utilizadas en el mundo por fondos de pensión, bancos y fondos de inversiones, busca potenciar la inversión en activos, instituciones o proyectos que resguarden o promuevan derechos e intereses de sus afiliados.

Las temáticas que podrían acordarse para una matriz que guíe las inversiones de los fondos de pensión son: Condiciones laborales, desigualdad de género, prácticas antisindicales, evasión de impuestos, fraude a clientes, daño al medio ambiente y financiamiento irregular de la política o corrupción.

El procedimiento para conducir los intereses de los trabajadores y resguardar el adecuado uso de los recursos será la creación de “Consejos éticos de Inversión”. Estos serán conformados por representantes de los afiliados de manera democrática, académicos independientes, representantes de autoridades de gobierno (Ministerio del Trabajo y Previsión Social) y una minoría de representantes de la AFP correspondientes. Los Consejos Éticos de Inversión son quienes determinarán criterios de inversión y lineamientos para los actuales Comités de Inversión y Solución de Conflictos de Interés (CISCI) de cada AFP.

Estos comités deberán ser acompañados por una Ley que progresivamente regule la entrega de información necesaria para realizar los análisis que cada criterio de exclusión requiera y mayores facultades de fiscalización a las compañías que conviven en el mercado de capitales chileno. Por ejemplo, la generación de campañas de difusión de la inversión de fondos de pensiones en aspectos más amplios que el retorno económico, masificar los espacios de participación de los afiliados y la rendición de cuentas periódicas y públicas a los poderes del estado y la ciudadanía.

Como se ha documentado, la inversión de recursos condicionada a ciertos criterios debe realizarse de manera gradual y sin descuidar el retorno económico de las inversiones realizadas.

Por ejemplo, CalPERS en su afán por invertir sus fondos en un portafolio ético restringió las inversiones en Sudán en medio de la crisis política que vivió ese país, ha propuesto restricciones que promueven el bienestar de mujeres y minorías. Por último, sus recientes restricciones a la inversión en la industria tabacalera y de armas. Con el tiempo, las inversiones “éticas” de CalPERS han surtido en perspectivas de largo plazo y actualmente muchos inversionistas siguen su comportamiento en el mercado, esto se ha documentado como el efecto CalPERS en distintas bolsas de comercio de Estados Unidos.

#### Implicancias:

1. La introducción de nuevos criterios de inversión modificará los comportamientos de la industria. Considerando el gran flujo de ahorros que los trabajadores en su conjunto poseen, la importancia de éstos en la economía chilena y las necesidades de financiamiento de las instituciones y proyectos, generar criterios de inversión pondrá incentivos a la industria para incorporar comportamientos valiosos para los afiliados. Muchas de las compañías del mercado de capitales chileno, modificarán sus comportamientos y serán conscientes de las externalidades que producen sus operaciones. Estos criterios llevarán a la persecución de rentabilidades de largo plazo e internalización de las rentabilidades sociales en las evaluaciones de proyectos.
2. La Principal dificultad de esta propuesta radica en la reducción de alternativas de inversión para los fondos. La restricción de alternativas de inversión para los fondos de pensiones puede involucrar dificultades para las administradoras de fondos. Principalmente con la diversificación y la liquidez. Los criterios, deberán ser introducidos de manera gradual, de manera de permitir que las AFP puedan internalizar los cambios. Al mismo tiempo, existirá una sana presión de las mismas administradoras por generar nuevos espacios de inversión. Esto profundizará el mercado de capitales llevando recursos a proyectos y activos que hoy no tienen acceso.
3. La generación de la información para los afiliados será un desafío que deben asumir los órganos reguladores del sistema (Superintendencia de Pensiones). Buscando formas de democratizar la información y llevar hasta los afiliados la discusión sobre criterios de inversión. Al mismo tiempo, los Consejos Éticos de Inversión, deberán desarrollar estrategias para lograr el interés y la representatividad de sus afiliados en un contexto de actual desinformación. Espacios de influencia concreta sobre los ahorros de los trabajadores puede ayudar a despertar un interés por el funcionamiento del sistema y profundizar un debate proactivo.
4. Espacios más democráticos de decisión respecto de la inversión de los fondos de pensión pueden involucrar sobrerrepresentaciones y subrepresentaciones. Este tipo de casos estarán dominados por dos condiciones que presenta el sistema: Distintas aproximaciones a la edad de jubilación y la desigualdad de ingresos traspasada por el desigual mercado laboral. En el primer caso la edad podría determinar el interés de los afiliados por sus inversiones de largo y corto plazo, cambio en prácticas laborales o ambientales, por lo que la gradualidad de la implementación sería crucial para estos afiliados. Para el segundo caso, este sistema consideraría una subrepresentación del grupo de los afiliados que proporcionalmente más ingresos acumula en la “bolsa” del fondo de pensiones. Esto se transformaría en una “sesión

de poder” económico dado que la participación en los Consejos Éticos de Inversión no será proporcional al nivel de ahorros, configurando un criterio de solidaridad al sistema.

5. Los beneficios de inversiones pueden no ser aprovechados por todos los trabajadores, en especial por los trabajadores independientes o de PyME que cotizan en los fondos previsionales. Los beneficios para estos trabajadores podrían ser alcanzados mediante procesos de negociaciones colectivas “por ramas” y en el largo plazo por un mejoramiento de los estándares de la industria en general.

#### 4.2 Fondo de Inversión Dirigida:

Un fondo de Inversión Dirigida es un fondo que realiza inversiones que buscan generar retornos económicos y a la vez un impacto social. Considerando liquidez y riesgo, el Fondo de Inversión Dirigida que se propone no debe superar el 2% del total de recursos del fondo de pensión.

El Fondo de Inversión Dirigida, funcionará como un fondo al cual se podrán postular proyectos a financiar que tengan impactos importantes para el desarrollo. Deben ser proyectos económicamente atractivos para el fondo de inversión, pero que generen a la vez altos niveles de impactos en localidades y comunidades del país.

Bajo este esquema, diferentes sociedades, personas o comunidades podrán generar proyectos que postulen a financiamiento según sus evaluaciones de riesgo, retorno e impacto. De esta manera, los trabajadores habrán utilizado parte de sus inversiones en materializar proyectos que mejoren su bienestar. Por ejemplo: Energía limpia, generación de empleo y desarrollo infraestructura y vivienda.

Con un porcentaje de los fondos que administran las AFP dirigido a este tipo de inversiones, se aumentarán posibilidades de elección en el portafolio posible, incorporando proyectos de mayores rentabilidades, generando un impacto social concreto. De esta manera el beneficio para los afiliados se obtendrá al generar mayores rentabilidades para su pensión y un beneficio asociado a los proyectos concretados. Al mismo tiempo, el Fondo de Inversión Dirigida aumentaría los espacios de inversión en proyectos del Estado como nuevos hospitales, viviendas sociales, carreteras, etc.

Para poder concretar una propuesta como un Fondo de Inversiones Dirigida, se debe flexibilizar la normativa de inversiones en la misma dirección que se ha hecho con los activos alternativos. Se debe modificar el régimen de inversiones para ampliar la gama de proyectos de inversión y al mismo tiempo modificar la legislación de rige a las AFP para que deban generar los espacios de evaluación y asesoría para este tipo de activos. Esto implica capacitación de profesionales y espacios de evaluación de riesgos, retornos e impacto social.

Muestra de este tipo de iniciativas es Concert Properties. El fondo logró generar inversiones con retornos significativos para las pensiones de sus afiliados aumentando el empleo sindicalizado y aporte a necesidades concretas de la ciudadanía. Esto con horizontes de largo plazo. En la misma línea, el Fondo Crocus, ideó una política de retención de fondos de pensiones de trabajadores ajenos a las capitales financieras dando espacio para el crecimiento de pequeñas y medianas empresas de la zona.

Implicancias:

1. Aumenta la posibilidad de financiamiento de activos rentables y con impacto social. Esto significa un aumento de proyectos que aportan rentabilidad a los portafolios de las AFP generando mejores pensiones.
2. El funcionamiento de un Fondo de Inversiones Dirigido basado en postulaciones generará un centralismo en las propuestas. Posiblemente la cantidad de proyectos presentados se acumulará en zonas más desarrolladas, con los mayores niveles de educación y preparación para la creación de estos. La Superintendencia de Pensiones deberá facilitar a los afiliados, programas de apoyo para la generación de proyectos. En el largo plazo deberán considerarse cuotas de inversión por región que ayuden a la descentralización y aumento de bienestar de todos los afiliados del país.
3. Se deberá incorporar metodologías de evaluación de riesgo de los proyectos en las Administradoras de Fondos de Pensión (Evaluación económicas y Sociales de proyectos). La necesidad de las AFP por utilizar nuevos espacios de inversión empujará a la industria de certificaciones de riesgo a desarrollar esta materia y de la misma manera debe crearse, con los años, una experticia en el mercado para evaluar esta gran cantidad de proyectos. En un primer momento la Comisión Clasificadora de Riesgo deberá internalizar estos procesos.
4. La creación de un Fondo de Inversión Dirigida será un incentivo a empresarios para la creación y desarrollo de proyectos que tengan retorno económico, pero a la vez impactos sociales y medioambientales. Estos fondos podrán satisfacer necesidades de capital local.
5. El funcionamiento de un Fondo de Inversiones Dirigida publicitado masivamente será un espacio de toma de conciencia de los trabajadores del poder de sus pensiones. De que sus ahorros pueden ser invertidos en proyectos que generen beneficios hoy mismo y en sus regiones, mejorando su calidad de vida y rentando para su vejez.

### 4.3 Gestión Activa de la propiedad:

La Gestión Activa de la Propiedad significa utilizar el poder que confiere ser propietario de una porción de una compañía para promover cambios en ella. Como se ha documentado, las Administradoras de los Fondos de Pensión forman parte de muchas de las mesas directivas de compañías en las cuales invierten sus fondos. El objetivo de una Gestión Activa de la Propiedad será utilizar esos espacios para resguardar el “buen funcionamiento” de las compañías, potenciar sus externalidades positivas y velar por mejores condiciones laborales de quienes se desempeñan en ella.

La Gestión Activa de la Propiedad contempla la modificación del actual proceso de asignación de representantes de las Administradoras de Fondos de Pensión a cada compañía en la que se invierten los ahorros de los trabajadores. En lugar de un director designado por una AFP o un conjunto de ellas, el lugar o los lugares en los directorios de las compañías invertidas lo utilizaría un representante de los afiliados. Este será determinado por el Consejo Ético de Inversión de cada AFP.

El objetivo de esta modificación radica en el cambio de los objetivos de las inversiones en las distintas compañías. Dejaría de primar el único criterio de retorno económico de corto plazo para complementarse por los objetivos de retorno económico de largo plazo, condiciones laborales, equidad interna y externalidades positivas en la operación.

El Consejo Ético de Inversión decidirá de manera agregada los representantes de cada Fondo de Pensión en cada compañía y coordinará esfuerzos para maximizar la cantidad de posiciones en cada mesa directiva invertida por todo el fondo de pensiones. Se privilegiará en cada elección miembros

de las mismas compañías en las que se invierte para poder capitalizar los aprendizajes en beneficio de mejores negociaciones colectivas y demandas laborales.

Será importante que la elección de los representantes de los fondos esté enmarcada en un determinado perfil de conocimientos y preparación que defina el Consejo Ético de Inversión. Existe evidencia de que el impacto en las mesas directivas es intrascendente cuando los representantes de los trabajadores no poseen habilidades de interpretación de la información o se sienten intimidados respecto a la responsabilidad de las decisiones (Westes, Weststar, & Verma, 2007).

Casos de representantes de los trabajadores en los directorios de empresas estatales y organizaciones privadas existen en un gran número. Por ejemplo para el caso chileno, CODELCO<sup>17</sup>, la ACHS (Asociación Chilena de Seguridad)<sup>18</sup>, la Mutual de Seguridad<sup>19</sup> y BancoEstado<sup>20</sup> entre otros.

La idea de que influir en un buen gobierno corporativo es de las mejores maneras de resguardar las inversiones de largo plazo de los afiliados a los fondos de pensión, fue asumida por CalPERS hace años. Así fue, por ejemplo, como se gestó la intervención en Safeway producto de la mala gestión de sus directivos. El Fondo Crocus, por otro lado, intentó avanzar en esta línea alentando la participación de los empleados en las compañías en las que se invertían los fondos y generando estructuras para compartir o traspasar la propiedad a los trabajadores.

Implicancias:

1. El uso efectivo del poder de la inversión aumentará las perspectivas de retornos de largo plazo, la fiscalización y la transparencia en cada una de las inversiones realizadas. Al ser al mismo tiempo trabajadores e inversionistas, los trabajadores estarán interesados en una mejora de su situación actual y a la vez en un manejo responsable y rentable de la empresa en el largo plazo.
2. Aumentará el poder de negociación y acceso a la información que beneficiará los procesos de negociaciones sindicales, condiciones laborales, equidad interna y transparencia.
3. En un Mercado de Capitales como el chileno, los espacios de inversión de los fondos de pensión son restringidos y reducidos. Por lo tanto, esta política en el corto y mediano plazo, sólo abarcaría a un restringido conjunto de compañías y por lo tanto de trabajadores. Los afiliados al fondo de pensiones dependientes de grandes compañías sujetas a la inversión concentrarían los beneficios en desmedro de los empleados por cuenta propia y los empleados de Pequeñas y Medianas Empresas.
4. Representatividad de los representantes de los fondos de pensión podría ser un espacio de desacuerdo entre los mismos trabajadores beneficiados. Las organizaciones de trabajadores poseen bajas tasas de sindicalización. Esto implicaría en el corto plazo la capacitación de líderes en esta materias y presiones por mayor sindicalización al enfrentarse a posiciones de influencia en disputa.
5. La participación efectiva de trabajadores en las estructuras de grandes empresas en Chile implicará niveles generales de instrucción educacional alto. Si bien no será inmediato, la creación de espacios de decisión respecto de los propios fondos acompañado de mayores

---

<sup>17</sup>CODELCO. [https://www.codelco.com/prontus\\_codelco/site/artic/20120925/asocfile/20120925190151/directorio\\_codelco.pdf](https://www.codelco.com/prontus_codelco/site/artic/20120925/asocfile/20120925190151/directorio_codelco.pdf)

<sup>18</sup>ACHS. [http://www.achs.cl/portal/ACHS-Corporativo/Paginas/Eleccion\\_del\\_Directorio.aspx](http://www.achs.cl/portal/ACHS-Corporativo/Paginas/Eleccion_del_Directorio.aspx)

<sup>19</sup>Mutual. <https://www.mutual.cl/portal/publico/empresas/mutual/Footer/elecciones-directorio>

<sup>20</sup>BancoEstado. <http://www.corporativo.bancoestado.cl/acerca-del-bancoestado/gobierno-corporativo/consejo-directivo>

niveles de conocimiento afectará positivamente el nivel de conciencia de los ahorros de cada trabajador.

## 5. Conclusiones

El objetivo de este trabajo es documentar la oportunidad, que poseen los afiliados a cualquier sistema de pensión que genere ahorros en la economía, para ganar poder en los desarrollos económicos, sociales y políticos. Sobre todo, en el caso chileno, detallar los espacios de poder que son cedidos por los ahorrantes al realizar un fideicomiso con sus recursos. Lo que se ha descrito tiene que ver con la posibilidad de reducir las asimetrías de poder en el debate público y en el desarrollo del país. En la misma dirección, este trabajo describe tres caminos complementarios, concretos y plausibles para recuperar el poder que poseen los afiliados a través de sus recursos.

La revisión de casos internacionales ha sido variada y se ha destacado el funcionamiento de CalPERS como un adecuado referente para el modelo chileno. Esto en vista de la magnitud de los fondos ahorrados, los años de funcionamiento y la cantidad de afiliados que cotizan en él. Complementario a los estudios y análisis, el normal funcionamiento de instituciones como CalPERS son la evidencia de que este tipo acciones son posibles en economías desarrolladas. Adicionalmente, se han recogido otros dos casos de estudio que relevan oportunidades y problemáticas que deben ser consideradas en cualquier desarrollo de largo plazo responsable. En primer lugar, estrategias de descentralización y participación de espacios geográficos distintos a las capitales financieras, y en un segundo lugar los niveles de control y supervisión que requieren instituciones como estas.

Las propuestas desarrolladas en este trabajo plantean la modificación gradual y progresiva del sistema de pensiones. Las propuestas expuestas no involucran un cambio en los fundamentos del funcionamiento del modelo, sino que utilizan las instituciones, capacidad y conocimiento acumulado durante los últimos años en Chile en favor del desarrollo del bienestar de los afiliados a los fondos de pensión. Con la profundización de las modificaciones planteadas en este trabajo se generarán las necesidades de profundización del mercado de capitales que las instituciones como las AFP, Superintendencia de Pensiones y Consejos Éticos de Inversión deberán absorber o abordar.

El conjunto de propuestas de política pública presentada no sólo genera impactos directos en los resultados de las inversiones realizadas con los ahorros de los trabajadores. Es decir, no sólo abarca la mejora en las condiciones laborales y de desarrollo para los afiliados, mayor disponibilidad de recursos para inversión en desarrollo sostenible o mayor participación de los trabajadores chilenos en el desarrollo de la economía. Este grupo de propuestas generará un conjunto de externalidades positivas que beneficiarán el bienestar de los afiliados y la sociedad en general. Entre las externalidades positivas más relevantes están los incentivos al conocimiento de los recursos del fondo de pensión por parte de los afiliados, la disminución asimetrías de poder respecto del desarrollo de la inversión privada en la discusión pública y los incentivos a la educación financiera por parte de grupos sociales que no tienen los espacios concretos para incidir con ella.

## Bibliografía

- Acuña, R., Villar, L., Villagómez, A., Fuentes, R., & Secada, P. (2013). *Contribución del sistema privado de pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica: Experiencias de Colombia, México, Chile y Perú*. Santiago: SURA Asset Management.
- Arellano, J. P. (1981). Elementos para el análisis de la reforma previsional chilena. *Colección Estudios CIEPLAN N° 6 (Santiago, CIEPLAN)*.
- Arenas, A. (2010). *Historia de la Reforma Previsional Chilena: Una experiencia exitosa de política pública en democracia*. Santiago: Oficina Internacional del Trabajo.
- Arrau, P. (2001). El Mercado de Capitales Chileno: Un Necesario Big-Bang PARA el Crecimiento. En H. Beyer, & R. Vergara, *¿Qué Hacer Ahora?* (págs. 334-364). Santiago: CEP Centro de Estudios Públicos.
- Bernedo, P., Camus, P., & Couyoumdjian, R. (2014). *200 años del Ministerio de Hacienda de la República de Chile*. Ministerio de Hacienda .
- Blackburn, R. (2006). The Global Pension Crisis: From Gray Capitalism to Responsible Accumulation. *Politics & Society Vol. 34 No.2*, 135-186.
- CADEM . (2016). *Plaza Pública CADEM Estudio N°133*.
- Calabrese, M. (1999). Building on Past Success: Labor-Friendly Investment Vehicles and the Power of Private Equity. *The Second National Heartland Labor-Capital Conference*. Washington, D.C.
- CalPERS. (2015). *CalPERS Beliefs*. Sacramento, CA.
- CalPERS. (s.f.). *www.calpers.ca.gov*. Obtenido de <https://www.calpers.ca.gov/>
- Carmichael , I., & Quarter, J. (2003). *Money on the line. Workers' Capital in Canada*. Ottawa, Canada: Canadian Centre for Policy Alternatives.
- Carmichael, I. (2005). *Pension Power: Unions, pension funds and social investment in Canada*. Canada: University of Toronto Press.
- Carmichael, I. (2005). *Pension Power: Unions, Pension Funds, and Social Investment in Canada*. Toronto: University of Toronto Press.
- Chinchón Barrera, E. J. (2013). *Desempeño de las Administradoras de Fondos de Pensiones en Chile*. Santiago: Facultad de Economía y Negocios. Universidad de Chile.
- Comisión Asesora Presidencial sobre Sistema de Pensiones. (2015). *Informe Final Comisión Presidencial Pensiones*. Chile.
- Corbo , V., & Schmidt-Hebbel, K. (2003). *Macroeconomic Effects of Pension Reform in Chile*. Santiago: FIAP: Pension Reforms: Results and Challenges. CIEDESS.

- Cross, P. (1993). Economically Targeted Investments: Can Public Pension Plans Do Good and Do Well? *Indiana Law Journal Volume N°68*, 931-976.
- Decreto de Ley N° 3.500. (1980). Establece Nuevo Sistema de Pensiones. *Diario Oficial de la República de Chile*.
- Drucker, P. F. (1976). *The Unseen Revolution: How Pensión Fund Socialism Came to America*. New York: Harper & Row.
- Echeñique, J. P., & Araya, T. (17 de Enero de 2013). *www.ciperchile.cl*. Obtenido de <https://ciperchile.cl/2013/01/17/formalizan-a-ejecutivos-de-cencosud-por-comercializar-mercaderia-internada-como-%E2%80%9Cayuda-humanitaria%E2%80%9D-tras-el-terremoto/>
- El Observatodo. (5 de Enero de 2011). *www.elobservatodo.cl*. Obtenido de <http://www.elobservatodo.cl/noticia/economia/justicia-acoge-demanda-colectiva-contracencosud>
- EMOL. (12 de Abril de 2017). *Emol*. Obtenido de <http://www.emol.com/noticias/Economia/2017/04/12/854003/Justicia-aprueba-acuerdo-compensatorio-por-colusion-del-confort.html>
- Engelen, E. (2006). Resocializing Capital: Putting Pension Savings in the Service of “Financial Pluralism”? *Politics & Society, Vol. 34 No. 2, June 2006 187-218*, 187-218.
- Epstein, E. (9 de Febrero de 2017). *www.ciperchile.cl*. Obtenido de <https://ciperchile.cl/2017/02/09/ee-uu-sanciono-a-sqm-por-practicas-corruptas-donde-estan-las-autoridades-chilenas/>
- Espacio Público . (2017). *Principios para una Reforma al Sistema de Pensiones. Informe de Políticas Públicas N°12*. Espacio Público.
- Fondaction . (s.f.). *www.fndaction.com*. Obtenido de <http://www.fondaction.com/espanol.php>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 55-73.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance. Columbia Business School*, 55-73.
- Griffith, J., Woelfel, T., & Fairey, K. (2015). Unleashing the Power of Pensions: Expanding Economically Targeted Investments by U.S. Pension Funds. *Accelerating Impact Investing Initiative (AI3)*.
- Hagerman, L. (2007). More than Profit?. Measuring the social and green outcomes of urban investments . *Labor & Worklife Program. Harvard Law School*.
- Hebb, T. (2005). *California Case Study B: Real Estate. CalPERS' California Real Estate Initiative*. Harvard Law School, Pensions & Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program.

- Hebb, T. (2005). *Pension Funds and Urban Revitalization: California Case Study B: Real Estate. CalPERS' California Urban Real Estate Initiative*. Harvard Law School, Pensions & Capital Stewardship Project, Labor and Worklife Program.
- Hebb, T., & Beeferman, L. (2009). US Pension Funds' Labour- Friendly Investments. *Journal of Comparative Social Welfare Volume 25, Issue 2, 2009*.
- Huneus, C. (2014). *La Democracia Semisoberana: Chile después de Pinochet*. Santiago: Taurus.
- Iglesias, A. (2013). Situación de I. las pensiones (de vejez) en el sistema de AFPs. *Serie: Debates políticos y Sociales N°1. El sistema de pensiones en Chile: Hoy y Mañana, 7-12*.
- Instituto Nacional de Estadística INE. (2014). *Chile: Proyecciones y Estimaciones de Población. Total País. 1950-2050*. Santiago: Instituto Nacional de Estadística INE.
- Klec, G., & Mum, D. (2015). Trade union influence on companies via pension fund investment. En S. Vitols, *Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective* (págs. 119-146). Brussels: European Trade Union Institute (ETUI).
- Larraín, G. (2005). *Chile, fértil provincia. Hacia un Estado liberador y un mercado revolucionario*. Santiago: Ramdon House Mondadori.
- Ley N° 19.795. (2002). Modifica D.L. N° 3.500, En materia de Inversión de los Fondos de Pensiones. *Diario Oficial de la República de Chile*.
- Ley N° 20.255. (2008). Establece Reforma Previsional. *Diario Oficial de la República de Chile*.
- Ley N° 20.956. (2016). Establece Medidas Para Impulsar Productividad. *Diario Oficial de la República de Chile*.
- Logue, J., & Clem, S. (2006). Putting Labor's Capital to Work: Capital Strategies for Ohio Employees. *Should Ohio Establish an Economically Targeted Investment Fund?'*. Columbus.
- López, F. (2016). Industria de AFP: ¿Cuánto gana y cuánto debería ganar? *Revista de Análisis Económico Vol 31, N°2, 102-114*.
- Macías, O. (2017). Inversión de los Fondos de Pensiones en Activos Alternativos. *Seminario Tanner Investments «Activos Alternativos, impacto en el sistema de pensiones en Chile»*. Superintendencia de Pensiones.
- Mallin, C., Saadouni, B., & Briston, R. (1995). The Financial Performance of. *Journal of Business Finance & Accounting, 483-496*.
- Manley, K., Hebb, T., & Jackson, T. (2005). Targeted Investing: Financial and Collateral Impacts. Ottawa.
- Matus, A. (2017). *Mitos y Verdades de las AFP*. Santiago: Aguilar.
- Norges Bank. (s.f.). *www.norges-bank.no*. Obtenido de Norges Bank: <https://www.norges-bank.no/en/about/Mandate-and-core-responsibilities/Legislation/Ethical-Principles-for-External-Members-Executive-Board/>

- OCDE . (2013). *Líneas Directrices de la OECD para Empresas Multinacionales*. OCDE Publishing.
- Patterson, J. (1994). Public Pension Funds And Economically Targeted Investments. *Public Budgeting & Fin*, 567 - 594.
- Piñera, J. (1991). *El cascabel al gato: La batalla por la reforma previsional*. Santiago: Zig-Zag.
- Quarter, J., Carmichael, I., Sousa, J., & Elgie, S. (2001). Social Investment by Union-Based Pension Funds and Labour- Sponsored Investment Funds in Canada. *Relations Industrielles / Industrial Relations Vol. 56, No. 1*, 92-115.
- Raddatz, C., & Schmukler, S. (2008). *Pension Funds and Capital Market Development: How Much Bang For TheBUCK?* World Bank.
- RBC Global Asset Management (UK). (2016). A Framework for Responsible Investing.
- Renneboog, L., & Szilagyi, P. (2008). The Success and Relevance of Shareholder Activism through Proxy Proposals.
- Royal Bank of Canada. (2012). *Does Socially Responsible Investing Hurt Investment Returns?* RBC Global Asset Management.
- Second Swedish National Pension Fund - AP2. (2016). *Second AP Fund Corporate Governance Policy*.
- Solimano, A. (2017). *Pensiones a la Chilena*. Santiago: Catalonia.
- STATCOM. (2014). *Informe de Resultados Encuesta de Opinión* .
- Superintendencia de Pensiones. (2016). *Participación de las AFP y las AFC en Juntas y Asambleas*. Santiago: Superintendencia de Pensiones.
- Superintendencia de Pensiones. (2013). *Participación de las AFP y la AFC en Juntas y Asambleas. Enero- Abril de 2013*. Santiago: Superintendencia de Pensiones .
- Superintendencia de Pensiones. (2017). *Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones*. Santiago: Superintendencia de Pensiones.
- Superintendencia de Pensiones. (2018). *Ficha Estadística Previsional N°69*. Superintendencia de Pensiones.
- Urien, P., & Fernández Blanco, P. (6 de Febrero de 2016). *www.lanacion.com.ar*. Obtenido de <https://www.lanacion.com.ar/1868780-lan-pago-una-multa-por-supuestas-coimas-de-2006-en-el-pais>
- Useem, M. (1993). Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization. *Harvard University Press*,.
- Uthoff, A. (1997). Reformas a los sistemas de pensiones, mercado de capitales y ahorro. *Revista de la CEPAL N°63*, 29-50.
- Von Wallis, M., & Klein, C. (2015). Ethical requirement and financial interest: a literature. *Business Research. Volume 8*, 61-98.

West, Weststar, J., & Verma, A. (2007). What Makes for Effective Labor Representation on Pension Boards? *University of Toronto. Labor Studies Journal*.

Zurita, F. (2005). *Proyección del Fondo de Pensiones y Análisis de su Efecto en el Mercado Financiero*. Santiago: Serie Documentos de Trabajo. Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.