



## NOTAS DE PENSIONES

NRO. 13 – FEBRERO 2017

### **El rol de los fondos de pensiones para promover mejores estándares de gobierno corporativo**

- Las buenas prácticas de GC aumentan el valor de las empresas entre un 15% y 30%.
- Los fondos de pensiones, en su calidad de inversionistas minoritarios informados e influyentes, han mejorado los estándares de GC de las empresas en que invierten.
- En Chile y Colombia existen casos de emblemáticos en que las AFP han defendido directamente los intereses de todos los accionistas minoritarios.

---

#### **Resumen Ejecutivo**

El Gobierno Corporativo (GC) es un conjunto de normas, prácticas y procedimientos que determinan y regulan las acciones al interior de una empresa, estableciendo derechos y obligaciones a las distintas partes involucradas. Las buenas prácticas de GC favorecen la integridad de las empresas, instituciones financieras y mercados. Las empresas que adoptan dichas prácticas incrementan su eficiencia, reducen costos, limitan el riesgo y se legitiman ante la sociedad y los mercados, lo que redundará en incrementos de competitividad y en reducciones en el costo de capital, aumentando así el valor de las compañías.

Existe evidencia de que mejores prácticas de GC aumentan el valor de las empresas entre 15% y 30%.

Los estudios también muestran que las acciones de empresas en que las AFP invierten valen un 14% más que las de aquellas en que las AFP no invierten.

Los fondos de pensiones juegan un rol fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales y en el fortalecimiento de la calidad del GC de las empresas en las que invierten, por la responsabilidad de sus administradores de servir el interés de los afiliados y de proteger los ahorros y futuros beneficios de los jubilados.

El efecto del sistema de capitalización individual sobre el GC de las empresas en donde invierten ha sido en general positivo y se ha materializado a través de tres canales:

- (i) Las reformas al marco legal y de supervisión de las empresas han mejorado los mecanismos regulatorios de GC.
- (ii) El crecimiento de los fondos y de sus transacciones ha elevado la liquidez del mercado de capitales, la profesionalización de los intermediarios financieros y la adopción de tecnologías más eficientes de transacción.
- (iii) La acción directa de monitoreo e intervención de las AFP, ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos, ha contribuido a mejorar los mecanismos internos de GC de las empresas,

y con ello han evitado perjuicios a los trabajadores. En Chile, debido a la madurez del sistema, la historia del involucramiento de las AFP es extensa, y el primer caso más connotado es el llamado Chispas, en 1997. En el caso de Colombia la experiencia es más reciente, pero igualmente hay casos emblemáticos relevantes.

Las AFP deben cumplir requisitos y procedimientos para la elección de candidatos a director independiente en las empresas en que se invierten los fondos de pensiones. En este tema ya es práctica común contar con empresas de *headhunting* para que lideren el proceso de búsqueda de candidatos a directores.

A futuro, las AFP latinoamericanas, conforme sigan gestionando crecientes volúmenes de fondos de pensiones, aumentarán su importancia en los mercados de capitales y serán claves en la mejora de los estándares de GC de las empresas en que invierten.

## **Introducción**

Las buenas prácticas de GC tienen grandes beneficios para las empresas y para la economía en su totalidad. Las empresas que adoptan dichas prácticas aumentan su eficiencia y reducen costos, lo que finalmente eleva su valor. Por lo anterior, desde el punto de vista de los inversionistas institucionales, particularmente de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), que deben invertir parte de los recursos de los trabajadores en instrumentos que permitan obtener atractivos retornos con riesgos acotados, el invertir en empresas que cuenten con buenas prácticas de GC y el influir en mejorar los estándares de GC de las empresas en que se invierte, es un imperativo, toda vez que el objetivo final de las AFP es entregar pensiones adecuadas a sus clientes (afiliados).

En este breve documento se describe, en primer lugar, el significado y alcance de las buenas prácticas de GC de las empresas para los inversionistas institucionales, en particular para las AFP. En segundo lugar, se mencionan los casos de algunos países como Chile y Colombia, en donde las AFP han contribuido a mejorar dichas prácticas de GC.

## **I. Gobierno Corporativo (GC), su importancia y rol de los inversionistas institucionales**

Siguiendo a Blume (2014), el GC ha sido una preocupación especial de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), porque una de sus conclusiones es que un buen GC conduce a un mejor funcionamiento de los mercados de capitales, los que a su vez se vuelven más capaces de atraer inversiones y también de mejorar el desempeño de las empresas. Es así como los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE (2004) establecen pautas en torno a este tema, así como una guía para su implementación susceptible de ser adaptada a las circunstancias particulares de cada país o región.

Las buenas prácticas de GC son indispensables para la integridad de las empresas, instituciones financieras y mercados, y son clave para la salud de las economías y su estabilidad. De acuerdo con BBVA (2009), las empresas que adoptan dichas prácticas incrementan su eficiencia, reducen costos, limitan el riesgo y se legitiman ante la sociedad y los mercados, lo que redundará en incrementos de competitividad y en reducciones en el costo de capital, aumentando así el valor de las compañías, y, por ende, favoreciendo el crecimiento económico del país.

Según la OCDE (2009), las empresas que pertenecen al Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana (promoviendo mejores prácticas de GC) tuvieron entre el 2005 y el 2007 un Índice de Rendimiento de Capital (ingreso neto

sobre valor contable del capital) de 21,7%, 5 puntos porcentuales mayor al que presentaron las empresas listadas en bolsa de América Latina (grupo de comparación). A su vez, las empresas de este Círculo presentaron entre el 2005 y el 2007 un Precio Valor Contable (precio de la acción sobre valor contable de la misma) 61% superior al de las empresas del grupo de comparación.

Las mejores prácticas de GC tienen, además, un efecto positivo sobre el comportamiento del valor de las empresas en tiempos de crisis financieras. De hecho, la evidencia muestra que el Precio Valor Contable de las empresas del Círculo anteriormente señalado fue superior en un 133% al de las empresas del grupo de comparación en pleno período de crisis económica durante el año 2008. A su vez, durante la crisis, el precio de las acciones de las empresas del Círculo disminuyó menos de lo que lo hizo en las empresas del grupo de comparación. Resulta notable también que en el conjunto de empresas del Círculo se produzca un incremento promedio de 8% en los precios de las acciones después de anunciar noticias de mejoras en materia de GC a través los medios de comunicación.

### ***Rol e influencia de los fondos de pensiones en el GC de las empresas en que invierten***

Según Ferreiro (2006), en los países que han incorporado programas de capitalización individual obligatorio, los fondos de pensiones juegan un rol fundamental en el desarrollo de los mercados de capitales y en el fortalecimiento de la calidad del GC de las empresas en las que invierten los recursos ahorrados por los trabajadores en sus cuentas de capitalización individual.

Lo anterior obedece a que como en estos países los fondos de pensiones administran ahorros obligatorios, entonces tienen la responsabilidad de servir el interés de los afiliados y de supervisar la protección de los ahorros y futuros beneficios de

los jubilados. En América Latina, en particular, la escasa liquidez de los mercados, la existencia de accionistas controladores en la mayor parte de las empresas y el horizonte de largo plazo de las inversiones de los fondos de pensiones, otorgan razones poderosas a sus administradoras para contribuir a la adopción de buenas prácticas de GC y así mejorar el valor de las empresas.

Las AFP deben velar por la calidad del GC de las empresas en que invierten para cumplir con el mandato legal de asegurar una adecuada rentabilidad y seguridad a sus afiliados. Por ejemplo, el Decreto Ley 3.500 – la Ley de Pensiones en Chile – en su artículo 45 establece que “las inversiones que se efectúen con recursos de un fondo de pensiones tendrán como únicos objetivos la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad”. Además, en el artículo 147 de la misma ley se lee que “las administradoras deberán efectuar todas las gestiones que sean necesarias para cautelar la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad en las inversiones de los fondos que administran”. De lo anterior se deduce que las AFP están indirectamente obligadas, por el mandato legal antes señalado, a promover mejoras en las prácticas de GC, pues la evidencia empírica muestra que estas mejoras permiten obtener un “premio de mercado” a las empresas que las adoptan, lo que tendría un impacto positivo en la rentabilidad de las inversiones de los fondos de pensiones que invierten en ellas, con el consiguiente efecto positivo sobre el saldo acumulado en las cuentas individuales de los afiliados, y en última instancia sobre el nivel de la pensión y tasas de reemplazo.

Más allá del caso chileno, en todas las jurisdicciones las leyes que regulan los sistemas de capitalización individual plantean mandatos similares a las administradoras de fondos de pensiones, que se establecen de diferentes maneras, pero en general se les obliga a invertir los recursos previsionales en el mejor interés de los

afiliados y beneficiarios y/o buscando la maximización, equilibrio o adecuada rentabilidad, seguridad, diversificación y liquidez de los fondos de pensiones (FIAP, 2011)<sup>1</sup>.

En Perú, por ejemplo, se debe designar a representantes que ejerzan a nombre de los fondos de pensiones los derechos y obligaciones en acciones y valores que otorguen derechos patrimoniales, sujetos a prácticas de buen GC y propiciando que éstas sean adoptadas en las empresas. Las AFP tienen la obligación de pronunciarse en las asambleas, dejando constancia de sus votos. La Superintendencia reglamenta condiciones que deben cumplir los representantes, reglas de elección de directores en sociedades y sanciones.

Como señala Ferreiro (2006), promover las mejores prácticas de GC es además una exigencia política a los fondos de pensiones. Es muy probable que cualquier problema en alguna empresa en la que inviertan, que sea consecuencia de una falla en su GC, y que provoque una pérdida a los inversionistas, por pequeña que ésta sea, será considerado por la opinión pública como resultado de una falla de las AFP en el cumplimiento de su rol fiduciario. Esta situación podría alentar cuestionamientos de distinto tipo al régimen legal de los fondos de pensiones y, eventualmente, modificaciones regulatorias que afecten negativamente su rentabilidad futura (FIAP, 2011).

En los programas de capitalización individual, la responsabilidad por la administración de un volumen creciente de fondos les exige desarrollar nuevos conocimientos, impulsar la modernización del mercado y defender continuamente los

intereses de los fondos de pensiones en los emisores donde tienen inversiones, lo que contribuye a mejorar los gobiernos corporativos, la legislación de protección de accionistas minoritarios y la transparencia de las operaciones de estos emisores.

Vittas (1996) e Iglesias-Palau (2000) establecen que la participación de los fondos de pensiones en el mercado bursátil ha tenido un impacto positivo. Particularmente, han aumentado los miembros independientes en los directorios de las empresas que se transan en Bolsa, los costos de monitoreo han caído como resultado de la mejor calidad de la información entregada por las empresas al mercado y las compañías en las que invierten los fondos de pensiones están continuamente bajo escrutinio público. En la misma línea, Impavido y Musalem (2000) argumentan que las AFP monitorean las firmas en las que invierten y presionan por mejorar su probidad y transparencia para asegurar el máximo retorno posible a la inversión.

La experiencia de Chile y de otros países que han implementado sistemas de capitalización individual, muestra ejemplos claros de cómo la existencia y desarrollo de los fondos de pensiones ha aumentado los estándares de GC. La evidencia internacional indica que las empresas que tienen entre sus accionistas a un inversionista minoritario relevante, como las AFP, tienden a ser más valoradas por el mercado, ya que éstos ejercen un rol de monitoreo respecto a las decisiones corporativas que puedan afectar el valor de su inversión. De hecho, existe evidencia de que mejores prácticas de GC aumentan el valor de las

---

<sup>1</sup> En algunos países se incorporan al mandato otros objetivos que no están relacionados directamente con los resultados de los fondos de pensiones. Por ejemplo, en Costa Rica, la normativa señala se debe procurar la inversión en instrumentos que permitan la participación de los afiliados en la propiedad de los factores de producción. En México, las administradoras deben considerar también el incremento del ahorro interno y el desarrollo de un

mercado de instrumentos de largo plazo, y las inversiones deben canalizarse preponderantemente a fomentar la actividad productiva nacional. Por otra parte, en República Dominicana, las AFP deben priorizar actividades que optimicen el impacto en la generación de empleos, construcción de viviendas y la promoción de actividades industriales y agropecuarias.

empresas entre 15% y 30% (McKinsey, 2002), así como también de que las acciones de empresas en que las AFP invierten valen un 14% más que las de aquellas en que las AFP no invierten (Lefort F. y Walker E., 2007).

## **II. Ejemplos exitosos de buenas prácticas de los fondos de pensiones en la mejora de los gobiernos corporativos de las empresas en que invierten.**

### **1. El caso de Chile**

Siguiendo a BBVA (2009) y a Lefort (2007), el efecto del sistema de capitalización individual sobre el GC en el mercado chileno ha sido positivo y se ha materializado a través de tres canales. Primero, las reformas al marco legal y de supervisión de las empresas han mejorado los mecanismos regulatorios de GC; muy probablemente dichas reformas fueron realizadas para asegurar que los fondos de pensiones se inviertan con mayor seguridad en un entorno regulatorio mejorado. Segundo, el crecimiento de los fondos y de sus transacciones ha elevado la liquidez y profundidad del mercado de capitales (Corbo y Schmidt-Hebbel, 2003), la profesionalización de los intermediarios financieros y la adopción de tecnologías más eficientes de transacción. Tercero, la acción directa de monitoreo e intervención de las AFP, ejerciendo sus derechos como accionistas minoritarios y/o tenedores de bonos, ha contribuido a mejorar los mecanismos internos de GC de las empresas.

#### ***Desarrollo y profundización del mercado de capitales***

Los fondos de pensiones han incorporado enormes volúmenes de recursos al mercado de capitales. A diciembre de 2016 las AFP administran recursos por USD 174.480 millones, de los cuales se

mantienen invertidos en el mercado nacional USD 106.433 millones (aproximadamente 47,8% del PIB). El incremento en los volúmenes de transacción ha permitido que se aprovechen economías de escala, ayudando a desarrollar una industria financiera cada vez más completa, profundizar el mercado financiero, ayudando a generar mayor información y a reducir los costos de monitoreo.

#### ***Protección directa de los accionistas minoritarios***

A pesar del tamaño que han alcanzado los fondos de pensiones, la diversificación por emisor que deben cumplir las AFP en su inversión, los convierte en accionistas minoritarios (con altos niveles de conocimiento e información y con acciones que tienen alta visibilidad) que deben defender sus intereses ante los grupos controladores de las empresas donde han invertido los recursos previsionales. La regulación no permite la participación directa de las AFP en la administración de las empresas en que han invertido, de manera que sus opiniones e intereses deben ser planteados en las Juntas de Accionistas y su influencia en la gestión es indirecta mediante la elección de una fracción de directores independientes para las empresas en que invierten.

La historia del involucramiento de las AFP en las empresas en que invierten es extensa, siendo el primer caso connotado el llamado Chispas en 1997. En ese año, las AFP se opusieron a la compra de la empresa eléctrica Enersis por parte de Endesa España, ya que consideraron que los beneficios de la operación estaban desigualmente distribuidos entre los accionistas (ver Cuadro N° 1 para ver detalle de este y otros casos emblemáticos).

**Cuadro N° 1: Chile - Casos emblemáticos de AFP en la defensa de accionistas minoritarios (1997 -2012)**

**Chispas (1997).** Los ejecutivos principales de Enersis negociaron un acuerdo con Endesa España (EE) para la toma de control de Enersis, en la cual se generaba una diferencia en el precio de las acciones de más de 1000% entre las acciones de las Series A y B, en perjuicio de todos los accionistas. Las AFP y otros inversionistas minoritarios se opusieron al acuerdo y finalmente la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) no autorizó la operación y multó a los ejecutivos de Enersis en más de USD 60 millones por infringir sus deberes fiduciarios. Este caso es uno de los más emblemáticos dentro de las operaciones societarias de Chile, y quizás el que instaló el tema del GC. Además, este caso es en gran medida el elemento que motivó la aprobación de la Ley de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (Ley de OPAs N° 19.705, de diciembre de 2000). Posteriormente EE lanzó una OPA por Enersis con la cual se beneficiaron todos los accionistas.

**Venta del Negocio Celular a Telefónica Móviles (2004).** Las AFP solicitaron la realización de una Junta Extraordinaria de Accionistas para modificar los términos de una transacción entre Telefónica CTC y su empresa relacionada Telefónica Móviles S.A.. La presión de las AFP llevó a un incremento en el precio de venta de USD 50 millones y al pago de un dividendo extraordinario a los accionistas de USD 800 millones.

**Fusión MASISA – Terranova (2004).** Las AFP negociaron la relación de canje y condicionaron la aprobación de la fusión entre Terranova y MASISA al pago de un dividendo extraordinario de USD 54 millones.

**Cambio de Estatutos de Soquimich (2005).** Este ejemplo muestra el rol de las AFP como accionista minoritario significativo en la pugna por el control de SQM. En este caso, las AFP apoyaron a Potash Corporation para modificar los estatutos de SQM y lograr la unificación de los derechos de las dos series accionarias y la imposición del límite máximo de votación de 37,5% del derecho a voto de cada serie a las votaciones realizadas por accionistas relacionados actuando en pos de un mismo interés.

**Pacto Pampa Calichera - Kowa (2006).** Las AFP objetaron ante la Superintendencia de Valores y Seguros algunas de las cláusulas de un pacto de accionistas diseñado para lograr el control de SQM. Dichas cláusulas fueron eliminadas.

**Oferta Pública de Acciones (OPA) de Telefónica (2008).** La OPA de Telefónica para hacerse con el 55,1% de la Compañía de Telecomunicaciones de Chile (CTC), consistía en el pago de CLP 1.000 por las acciones de la serie A y CLP 900 por las de la serie B y suponía una inversión total de unos USD 985 millones. Desde el comienzo, las AFPs rechazaron la oferta por considerarla insuficiente, pero Telefónica descartó la posibilidad de mejorarla, al argumentar que suponía un premio superior al 30%. Las AFP siguieron criticando el precio de oferta, hasta que finalmente Telefónica cedió y aumentó en 10% su oferta, a CLP 1.100 y CLP 990, respectivamente, por cada acción de la serie A y de la serie B, lo que supuso una inversión cercana a los USD 1.100 millones.

**Colusión farmacias (2009).** Las AFP criticaron fuertemente al directorio; no se aprobaron los estados financieros y se tomaron las medidas legales pertinentes.

**Fusión Supermercados del Sur-La Polar (2009).** Se rechazó la propuesta, porque no se considera una buena oportunidad para los inversionistas en La Polar.

**Escándalo de La Polar (2011).** Las AFP fueron activas en perseguir judicialmente a los culpables de la estafa.

**Sociedades cascadas de SQM (2012):** Se solicitó a la SVS que investigue las transacciones entre las sociedades cascadas de SQM, buscando prevenir futuros perjuicios a los inversionistas minoritarios. La SVS multó a 8 ejecutivos y una corredora de bolsa. Las multas ascendieron en total a USD 164 millones, una de las más altas que haya interpuesto la SVS en décadas. En marzo de 2016, la corredora logró acuerdo extrajudicial con las AFP Capital, Cuprum y Habitat, para dejar sin efecto las demandas interpuestas en contra de la corredora y sus ejecutivos, desembolsando cerca de USD 3,5 millones a los fondos de pensiones de las tres AFP.

**Aumento de capital de Enersis (2012).** Fuerte disputa de las AFP por el fondo y la forma de la transacción propuesta. Se logró mejorar la forma y el fondo de la operación. El 25 de julio de 2012 Enersis anunció un aumento de capital por hasta USD 8.020 millones, a lo que las AFP se negaron. Tras meses de negociaciones, el 20 de diciembre de 2012 los accionistas aprobaron un aumento por USD 5.995 millones.

Fuente: FIAP sobre la base de: (a) [Serie de Estudios N° 66](#) Asociación de AFP de Chile (2008); (b) [Serie de Estudios N° 85](#) Asociación de AFP de Chile (2013); (c) [Columna](#) de Klaus Schmidt-Hebbel (2013); y (d) Wigodsky, Teodoro (2008).

### ***Elección de directores independientes***

Las empresas latinoamericanas abiertas en bolsa tienen, en general, un controlador que se expresa a través de una posición mayoritaria en el directorio. La ventaja que se esgrime es que el controlador tendrá siempre como foco el éxito de la empresa, sin desviar sus beneficios en favor de los gerentes o *stakeholders* distintos de los accionistas como ocurre en organizaciones en las que no hay un interés tan concentrado. Esta opinión difiere con lo que ocurre, por ejemplo, en Estados Unidos, país donde la ausencia de controladores es suplida por la Administración, supervisada muchas veces a mayor distancia por el directorio.

La tendencia histórica predominante de los accionistas controladores chilenos ha sido la de representar a la totalidad de los accionistas, convencidos de que son ellos quienes mejor interpretan la estrategia que debe seguir la compañía. Esta visión ha ido cambiando, en parte debido a que la legislación ha debilitado lo que hace un tiempo se consideraba un principio fundamental: una acción, un voto. De ahí que los directores independientes hayan ganado un estatus que privilegia su condición tanto en su elección como en la presencia obligada en el comité de directores y su participación especial en decisiones que involucran transacciones donde el controlador es parte interesada. También existen cambios legales recientes que establecen la obligación de elegir al menos un director independiente en las sociedades anónimas abiertas ([Ley N° 20.382 de 2010](#), que introdujo perfeccionamientos a la normativa que regula el GC de las empresas, y modificó la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Mercado de Valores). Además, el peso político y comunicacional adquirido por los inversionistas

institucionales, en particular las AFP, los ha transformado en actores cuya opinión es considerada por el controlador a la hora de tomar decisiones en las que hay disenso.

En el caso chileno, se ha observado que las AFP contribuyen a elegir una fracción importante de los directores independientes en las empresas, porcentaje que se ha ido incrementando conforme aumentan los recursos invertidos. En 1998 el 10% de los directores independientes de compañías habían sido elegidos por las AFP (Iglesias-Palau, 2000); datos del año 2007 indican que dicho porcentaje se ubicaba en 16%.

Entre los requisitos que deben cumplir los directores de sociedades anónimas elegidos por las AFP, destacan los siguientes: (i) sólido background académico; (ii) experiencia gerencial importante; (iii) ser independiente<sup>2</sup>; (iv) no tener de conflictos de interés; (v) capacidad de aportar a la discusión estratégica de la empresa; (vi) tener disponibilidad de tiempo; (vii) no ser relacionado a una AFP; (viii) no haber sido ex ejecutivo de AFP o relacionado a las AFP en últimos 12 meses; (ix) encontrarse inscritos en un Registro que lleva Superintendencia. A diciembre de 2016 el Registro de directores contaba con 320 personas inscritas (Amrop MV Consulting, 2016).

Además, desde hace ya más de una década, para profesionalizar la elección de directores independientes las AFP seleccionan a una empresa de *headhunting* para que lidere el proceso de búsqueda de candidatos a director. La empresa seleccionada debe tener experiencia relevante en la selección de directores o gerentes generales de compañías con un tamaño similar o mayor al de las compañías en que se invierten los fondos de pensiones.

---

<sup>2</sup> El que sea independiente se refiere a que estos directores no hayan tenido en los últimos 18 meses, vinculación, interés o dependencia económica, profesional, crediticia o comercial, de una naturaleza

o volumen relevante, con la sociedad, las demás sociedades del grupo del que ella forma parte, su controlador, ni con los ejecutivos principales de cualquiera de ellos.

## 2. El caso de Perú

De acuerdo a la normativa vigente, las AFP asumen plena responsabilidad fiduciaria en su condición de inversionistas institucionales cuya finalidad es proveer los recursos necesarios para el otorgamiento de una pensión, sobre la base de los aportes realizados por el afiliado a lo largo de su vida laboral. En mérito a ello, las AFP son responsables de actuar con la diligencia que les corresponde a su calidad de inversionista y son responsables de implementar los soportes de buen GC y mejores prácticas en los procesos que respalden la administración de fondos.

En el cumplimiento del principio de buen GC, las AFP se encuentran obligadas principalmente a:

- i. Buscar que en las empresas invertidas existan elecciones de Directorio cada cierto tiempo, en donde todos sus miembros sean susceptibles de ser renovados. Las AFP incentivarán y apoyarán, de preferencia, la renovación de directores independientes en plazos que no superen los 6 años.
- ii. Buscar, en todo momento, incentivar la creación de Comités en empresas invertidas que reporten directamente al Directorio a fin de efectivizar el manejo y control de la empresa. Los principales comités cuya existencia deberá ser promovida son el Comité de Auditoría, Nombramientos y Remuneraciones, buen GC, y temas de sostenibilidad. Se buscará que los directores independientes lideren dichos comités.

Además, las propias AFP deben contar por lo menos con 2 directores independientes. Estos directores serán elegidos por su prestigio profesional, no estarán vinculados con la administración de la compañía ni con el grupo de control de la misma, velando por la defensa de los derechos que corresponden al fondo, con independencia de los intereses de las AFP. Además, estos se sujetarán a las prácticas de buen

GC y propiciarán la adopción de éstas en los órganos de gobierno en los que ejercen el encargo.

Finalmente, desde hace ya varios años, la Asociación de AFP de Perú ha participado en el proceso de selección de directores independientes en las empresas invertidas, mediante la ayuda de una empresa de *Head Hunter* que apoya en la búsqueda de candidatos a director para de las Sociedades Anónimas para las cuales se necesite.

## 3. El caso de Colombia

En Colombia, las AFP deben documentar los análisis e instrucciones que impartan a sus representantes para el ejercicio de los derechos políticos. Los soportes deben estar a disposición del regulador.

De acuerdo a la Ley (Decreto 2555 de 2010), las AFP tienen principalmente las siguientes obligaciones:

- (i) Ejercer los derechos políticos que correspondan a las inversiones realizadas con los fondos de pensiones obligatorios, cuando la participación de los cuatro fondos se entienda como “relevante”;
- (ii) Velar porque siempre prevalezca el interés de los afiliados y ejercer los derechos políticos de conformidad con una política aprobada por su Junta Directiva;
- (iii) Documentar los análisis e instrucciones que impartan a sus representantes para el ejercicio de los derechos políticos; la AFP designará los representantes que considere necesarios para el ejercicio de sus derechos políticos, quienes deberán ser personas de reconocida responsabilidad e idoneidad y con experiencia acreditada en materia de inversiones.
- (iv) Participar en la elección de miembros de la Junta Directiva de los emisores de valores en los que invierten;



- (v) No controlar la gestión de los miembros de la Junta Directiva cuya elección promueva o apoye;
- (vi) Velar porque los emisores que reciban inversión de los fondos de pensiones obligatorios cuenten con estándares de gobierno corporativo que cumplan con las políticas internas de las AFP;
- (vii) Como expresión de mejores prácticas de GC, las AFP deben establecer en sus políticas el número máximo de veces que apoyarán la reelección de una persona como miembro independiente de la Junta Directiva o Consejo de Administración del receptor de la inversión.
- (viii) Incorporar como contenidos mínimos en las políticas aplicables a los conflictos de interés, los siguientes puntos: (a) definición e identificación de potenciales conflictos de interés derivados de la función de administrador de recursos de terceros con acceso a información privilegiada, (b) criterios para evitar incurrir en situaciones que puedan

presentar conflictos de interés y que puedan afectar el ejercicio de los derechos políticos, protegiendo en todo evento los intereses de la AFP y de sus afiliados; (c) procedimientos y normas de control interno que eviten la ocurrencia de conflictos de interés que puedan afectar a la AFP y a las personas que por su cargo tengan acceso a información de la inversiones de una AFP que aún no se haya divulgado al mercado.

De acuerdo a ASOFONDOS, las AFP en Colombia han sido muy pragmáticas con temas de GC, puesto que ante situaciones donde no se sigan unas reglas claras, las AFP han preferido vender su participación y no arriesgar los recursos del público.

Tres casos importantes de defensa de los accionistas minoritarios por parte de las AFP se muestran en el Cuadro N° 2.

<b>Cuadro N° 2 – Colombia: Casos de AFP en defensa de accionistas minoritarios</b>
<b>ETB (2007):</b> La empresa ETB efectuó una cuantificación errónea de los dividendos. Frente al tema las AFP adelantaron un proceso legal para que se efectuará la distribución correcta, y posteriormente se hicieron las distribuciones de dividendos ajustadas a los accionistas.
<b>Pacific Rubiales Energy, Pacific (2013-2015):</b> Las AFP requirieron a la empresa Pacific Rubiales la incorporación de un miembro independiente en la Junta en representación de los accionistas minoritarios. Sin embargo, al estar la compañía listada en Canadá no era legalmente exigible la incorporación. Las AFP efectuaron la solicitud sin tener éxito. Ante la imposibilidad de ejercer los derechos políticos, las AFP iniciaron el desmonte de las inversiones. Con posterioridad la empresa presentó problemas financieros dado el alto endeudamiento y la caída de los precios del petróleo, por lo que se consideró oportuna la venta de los activos favoreciendo a los accionistas minoritarios (2014-2015).
<b>EDATEL:</b> Las AFP requirieron la elección de un miembro independiente en la Junta que apoyará a la entidad y vigilará los intereses de los accionistas, ante las dificultades financieras, iliquidez de la acción y necesidad de cambios estructurales planteadas por las AFP. La solicitud no fue atendida, por lo cual se negociaron las acciones y se vendieron al accionista mayoritario.

Fuente: ASOFONDOS, Colombia

## Referencias

Asociación de AFP de Chile (2008), Serie de Estudios N° 66 “AFP defienden los intereses de los accionistas minoritarios y de los afiliados”. Disponible en Internet: <http://www.aafp.cl/wp-content/uploads/2015/09/Gobiernos08.pdf>

Amrop MV Consulting (2016). “Los directores en Chile”.

Blume, Daniel (2014). “Gobierno corporativo y rol de los fondos de pensiones”. Disponible en Libro FIAP 2014 “[Fortaleciendo los cimientos del sistema de capitalización individual](#)”.

BBVA, Pension Trends ( 2009). “Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno. Disponible en Internet:[https://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/090223\\_Gobiernocorporativoyafp\\_tcm346-190272.pdf?ts=1642010](https://www.bbva.com/KETD/fbin/mult/090223_Gobiernocorporativoyafp_tcm346-190272.pdf?ts=1642010)

Corbo, V. y K. Schmidt-Hebbel (2003). “Macroeconomic Effects of Pension Reform in Chile”. En libro FIAP “Resultados y Desafíos de las Reformas a las Pensiones”, CIEDESS, Santiago.

Ferreiro, Alejandro (2006). “La regulación de las buenas prácticas de gobierno corporativo en mercados de capitales emergentes”. Disponible en Libro FIAP 2006 “[Perspectivas en la Inversión de los Fondos de Pensiones](#)”.

FIAP (2011). “[Derechos y responsabilidades de las Administradoras de Fondos de Pensiones en las empresas en las cuales invierten los fondos de pensiones](#)”.

Iglesias-Palau, A. (2000). “Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile”.

Iglesias-Palau, A. (2000). “The Impact of Pension Reform on Corporate Governance Practices and Regulations: Evidence from Chile”. ABANTE, Studies in Business Management.

Impavido, G. y A. Musalem (2000). “Contractual Savings, Stock and Asset Markets”. World Bank. Working Paper 2490.

Lefort, F. (2007). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile.

Lefort, F. y R. González (2008), “Hacia un Mejor Gobierno Corporativo en Chile”.

Lefort, F. y Walker, E. (2007). The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile. Investor Protection in Latin America, Chong y Lopez-de-Silanes, eds. Stanford: Stanford University Press. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=676710>

McKinsey & Co., Global Investor Survey (2002).

OECD (2004). “Principios de Gobierno Corporativo”. Disponible en Internet: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

OECD (2009). “Guía Práctica de Gobierno Corporativo: Experiencias del Círculo de Empresas de la Mesa Redonda Latinoamericana”. Disponible en Internet: <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/44375188.pdf>

Vittas, D. (1996). Pension Funds and Capital Markets. Viewpoint, The World Bank, February.

Wigodsky, Teodoro (2008): “Caso Chispas: Lealtad debida en el directorio de una sociedad”. Disponible en Internet: [http://tere.r-t.cl/ei/2007\\_08/Paper\\_6.pdf](http://tere.r-t.cl/ei/2007_08/Paper_6.pdf)

La información de esta Nota puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación. Los comentarios y afirmaciones de este documento sólo deben considerarse como una orientación de carácter general para aumentar la cultura previsional. **Consultas:** FIAP. Dirección: Avenida Nueva Providencia 2155, Torre B, piso 8, Of. 810-811, Providencia. Santiago – Chile. Fono: (56) 2 23811723, Anexo 10. Mail: [fiap@fiap.cl](mailto:fiap@fiap.cl). Sitio Web: [www.fiapinternacional.org](http://www.fiapinternacional.org)