

III. Congreso Internacional de Finanzas y Auditoría

Oportunidades de Financiamiento a través de los Fondos de Pensiones: la Experiencia Chilena

Francisco Margozzini C.
Gerente General



Tabla

1. Los Fondos de Pensiones y su Impacto en el Mercado de Capitales.
2. Objetivos de la Inversión de los Fondos de Pensiones.
3. Instrumentos de Inversión: principales características y requisitos.
4. Los Cambios que Vienen.
5. Conclusiones.

Chile en Cifras

Diciembre de 2007

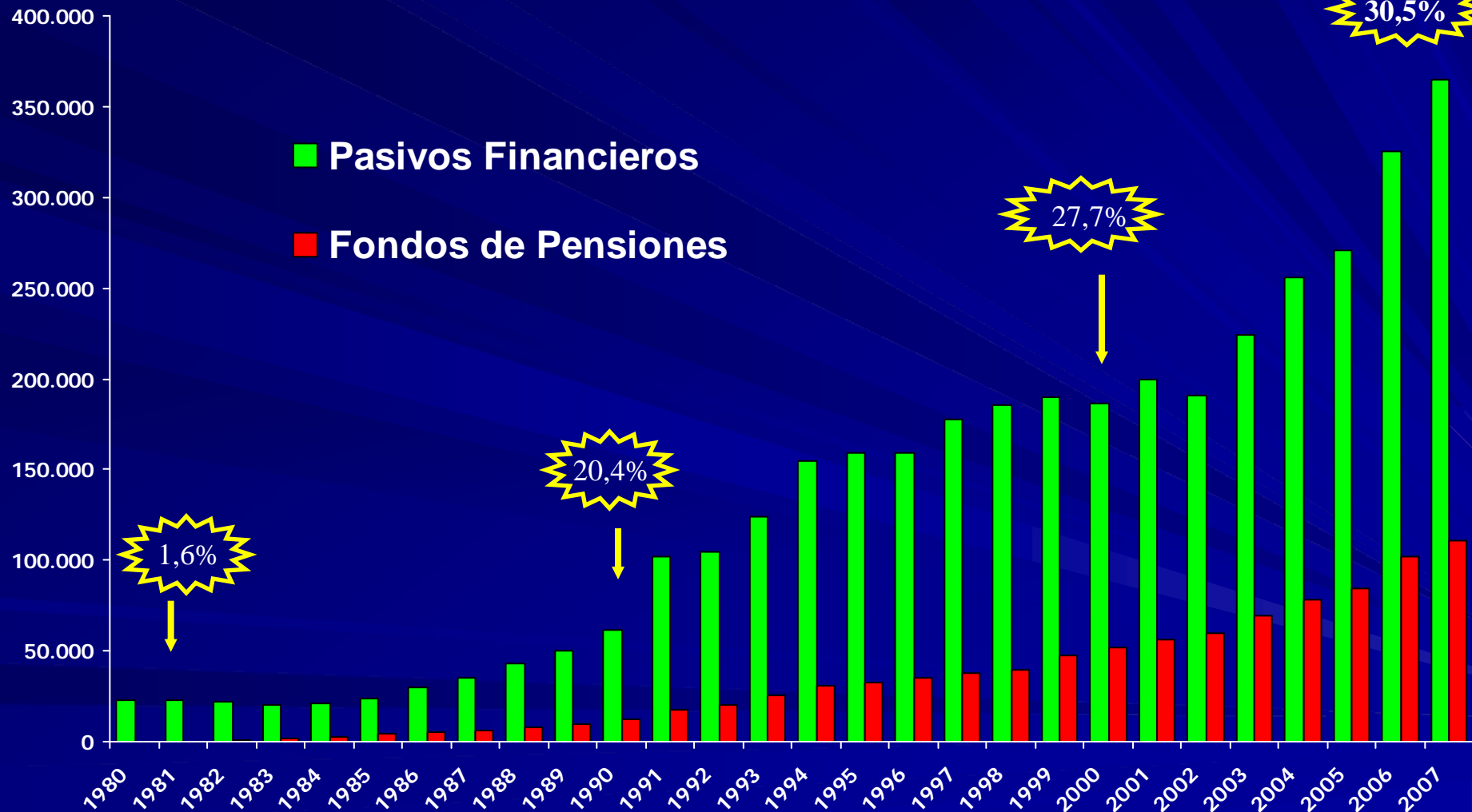
Población	16,7 millones
PIB ⁽¹⁾	US\$ 172.724 millones
PIB per cápita ⁽¹⁾	US\$ 10.343 millones
Crecimiento PIB	5,9% prom. (1987- 2007)
Fondos de Pensiones ⁽¹⁾	US\$ 111.037 mill. 64% PIB
Tasa de Inv. en Chile	21,1%

(1) Al valor del dólar observado del 31/12/07, US\$ 495,82

Pasivos Financieros v/s Fondos de Pensiones

Millones de dólares de Diciembre de 2007

MM US \$



Fuente : Boletines Banco Central y Superintendencia de Pensiones - CHILE

Tamaño de los fondos de pensiones respecto a la economía

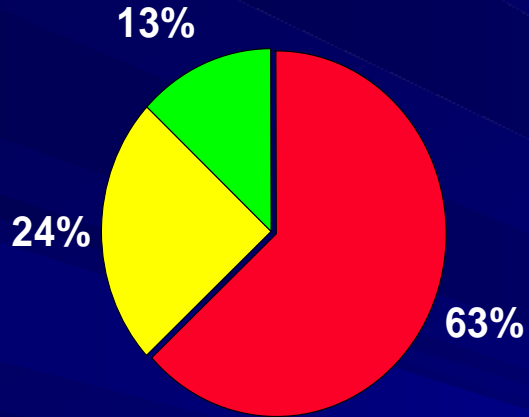


Fondo de Pensiones y Pasivos Financieros

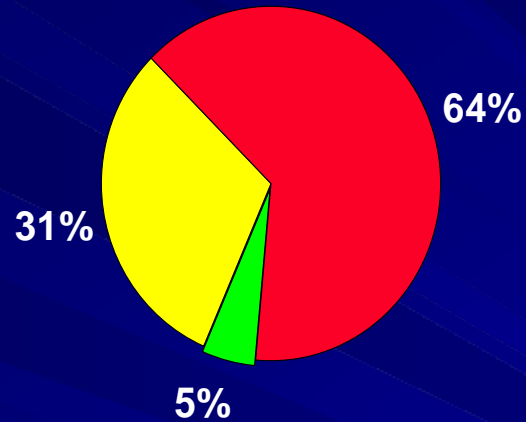
(Diciembre 2007)

■ : AFP

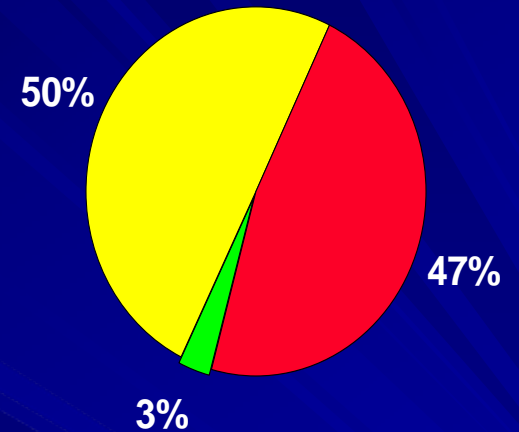
■ : Aseguradoras (Vida)



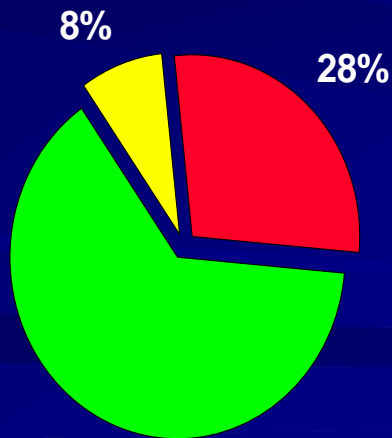
INSTRUMENTOS ESTATALES



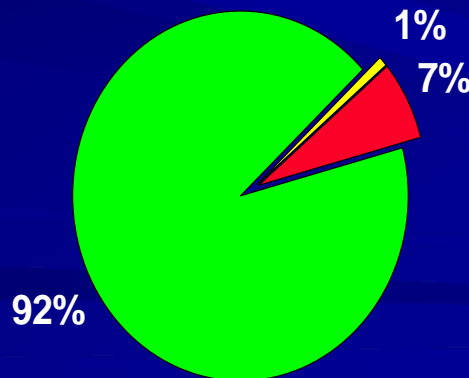
BONOS Y L. HIPOT. BANCOS



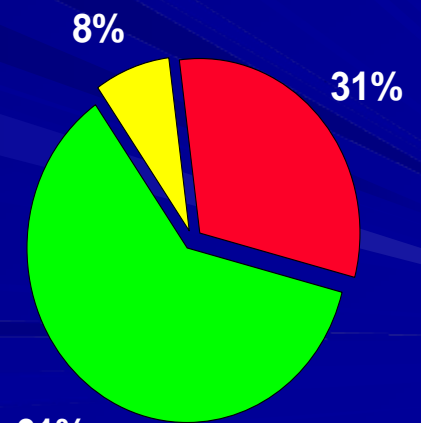
BONOS DE EMPRESAS



DEPÓSITOS BANCARIOS



ACCIONES



TOTAL

Fondos de Pensiones y Mercado de Capitales

Influencias tangibles:

- Crecimiento del mercado.
- Aumento de las transacciones y liquidez.
- Impacto en el mercado cambiario por inversión en el extranjero.
- Aparición de nuevos actores en el mercado.
 - Industria de clasificación de riesgo.
 - Industria Aseguradora (Vida).
- **Nuevos Instrumentos.**
 - Cuotas de Fondos de Inversión: Capital de Riesgo, Inversión Inmobiliario y mobiliaria.
 - Bono de Infraestructura, Efectos de Comercio (préstamos a empresas de C.P.).
 - Bonos Securitizados (Titularización), Desarrollo operaciones derivadas.
- **Aparición de financiamiento a largo plazo** (Financiamiento viviendas, proyectos, etc.).
- Aumento del ahorro nacional.
- Mayor crecimiento económico.

Evolución de las Transacciones

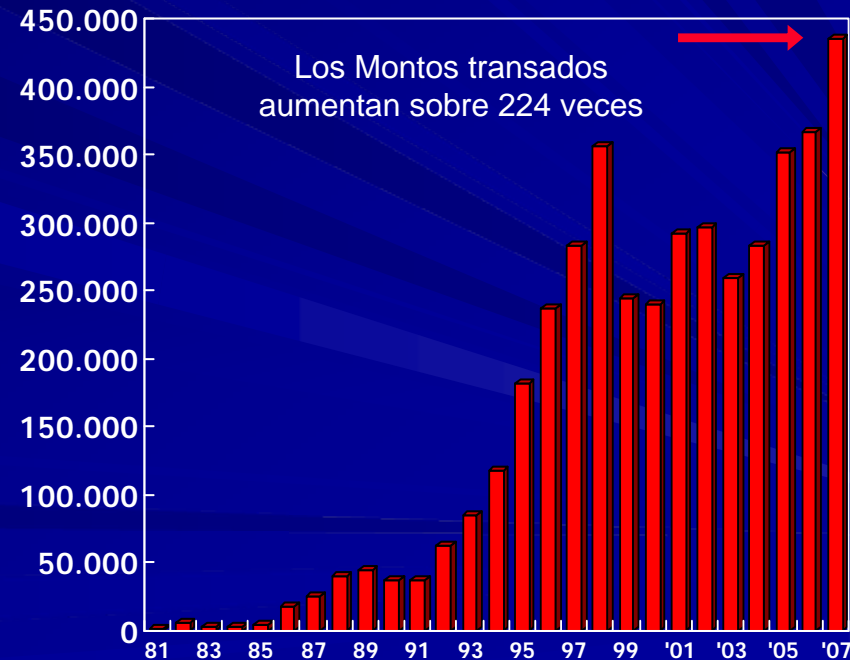
Transacción accionaria en la Bolsa de Comercio

MMUS\$



Montos transados en Renta Fija e Intermediación Financiera

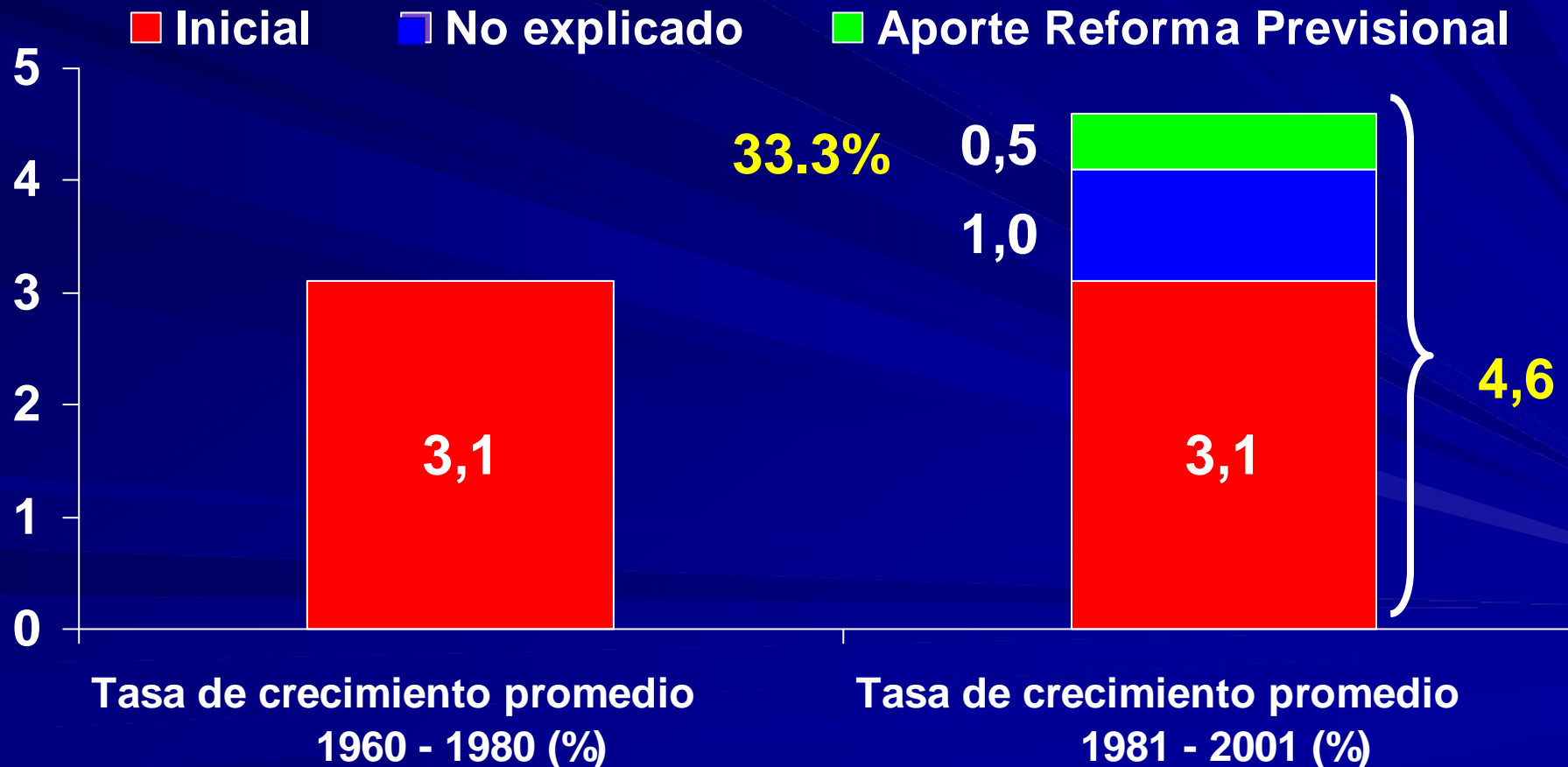
MMUS\$



Aporte al Crecimiento Económico

(Vittorio Corbo y Klaus Schmidt-Hebbel)

Reforma y Crecimiento del PIB



Fondos de Pensiones y Mercado de Capitales

Influencias intangibles:

- Profesionalismo (credibilidad al mercado – vigilancia especializada).
- Visión de largo plazo (se reduce la volatilidad).
- Desarrollo de los gobiernos corporativos al interior de las empresas (Protección al pequeño inversionista):
 - AFP contratan “Head Hunter” para seleccionar directores que representen a los fondos de pensiones.
 - Directores independientes del controlador.
 - Código de buenas prácticas (vigilancia de transacciones con relacionados al controlador).
 - Políticas de evaluación y remuneraciones del directorio.

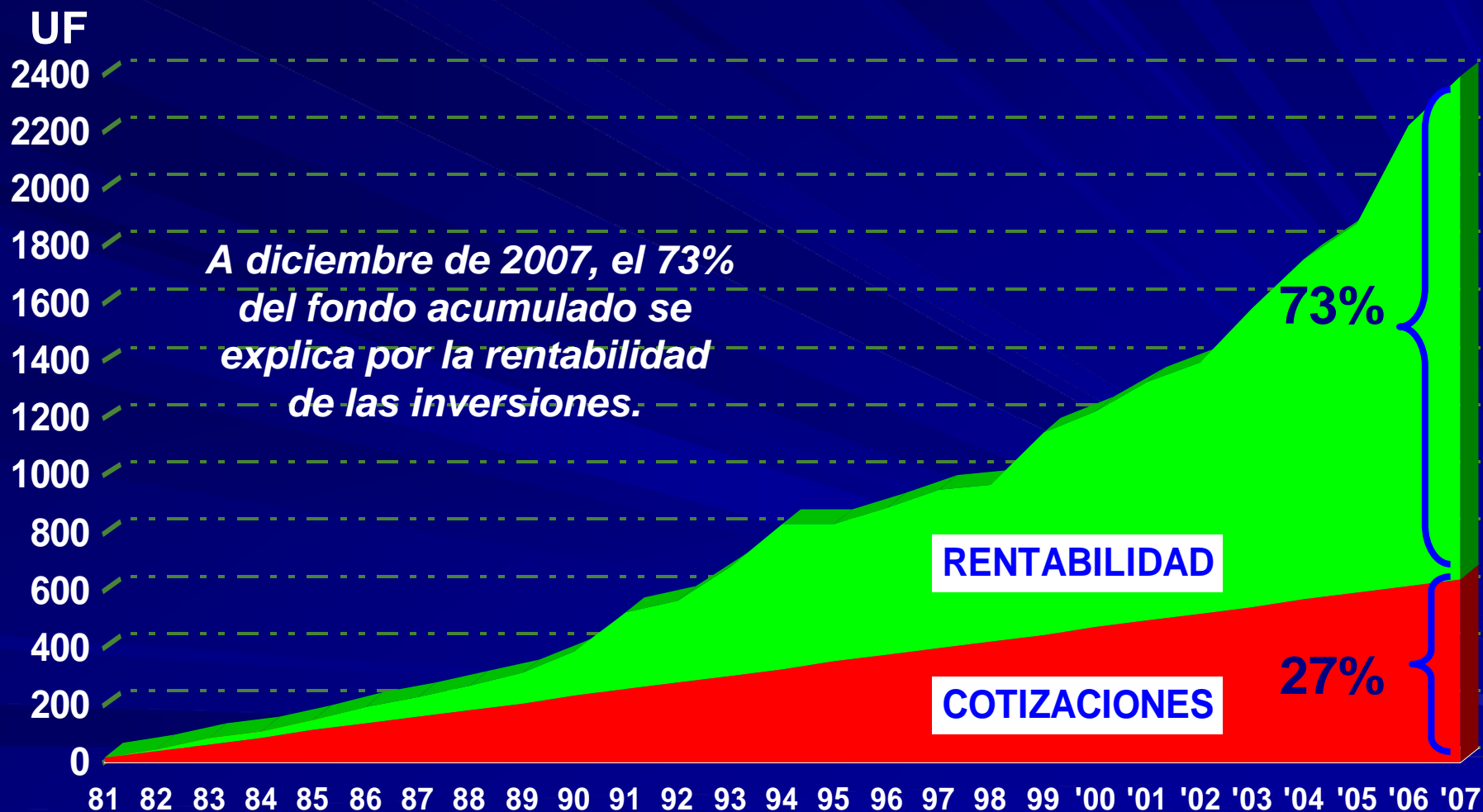
2. Objetivo de las Inversiones de los Fondos de Pensiones

Objetivo de las Inversiones del Fondo

Artículo 45 D.L. 3.500:

Las inversiones que se efectúen con recursos de un Fondo de Pensiones tendrán como **únicos objetivos** la obtención de una **adecuada rentabilidad y seguridad**. Todo otro objetivo que se pretenda dar a tales inversiones se considerará contrario a los intereses de los afiliados y constituirá un incumplimiento grave de las obligaciones de las Administradoras. ...

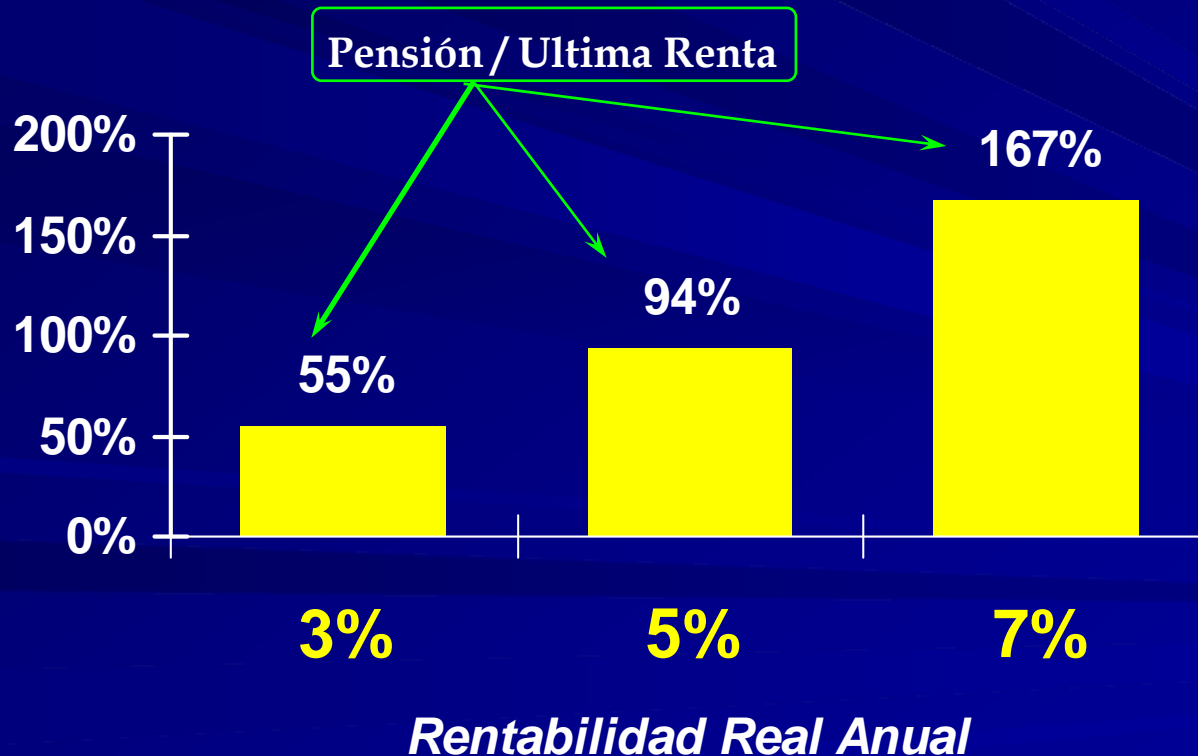
Impacto de la Rentabilidad en el Total del Fondo de Pensiones Acumulado



Nota: para medir en forma pura el impacto de la rentabilidad en el fondo acumulado, se consideró un afiliado que ingresó al sistema en 1981, cotiza al mes de 2 U.F. en forma ininterrumpida y una comisión fija de 0,024 U.F.. Se utilizó la rentabilidad real anual, deflactada por UF, que han logrado en promedio los Fondos de Pensiones en el período.

Efecto de la Rentabilidad sobre las Pensiones

RENTABILIDAD : Factor Clave



Fuente : Sistema Privado de Pensiones CEP-1988

Supuestos

- Afiliado de Sexo Masculino, casado, cónyuge 5 años menor.
- Edad de inicio de la vida laboral : 18 años.
- Impone durante el 85% de su vida laboral.
- Crecimiento de las remuneraciones : 2% anual hasta los 50 años, luego estable.
- Jubila a los 65 años de edad

Seguridad de la Inversiones

- Títulos de Inversión autorizados por ley.
- Giro único de las AFP.
- Separación Patrimonial.
- Proceso de Clasificación de Riesgo.
- Diversificación de las Inversiones.
- Rentabilidad Mínima de las Inversiones.
- Transacción en mercados formales.
- Custodia de títulos.
- Fiscalización de la Superintendencia de AFP.
- Regulación de Conflictos de Interés.

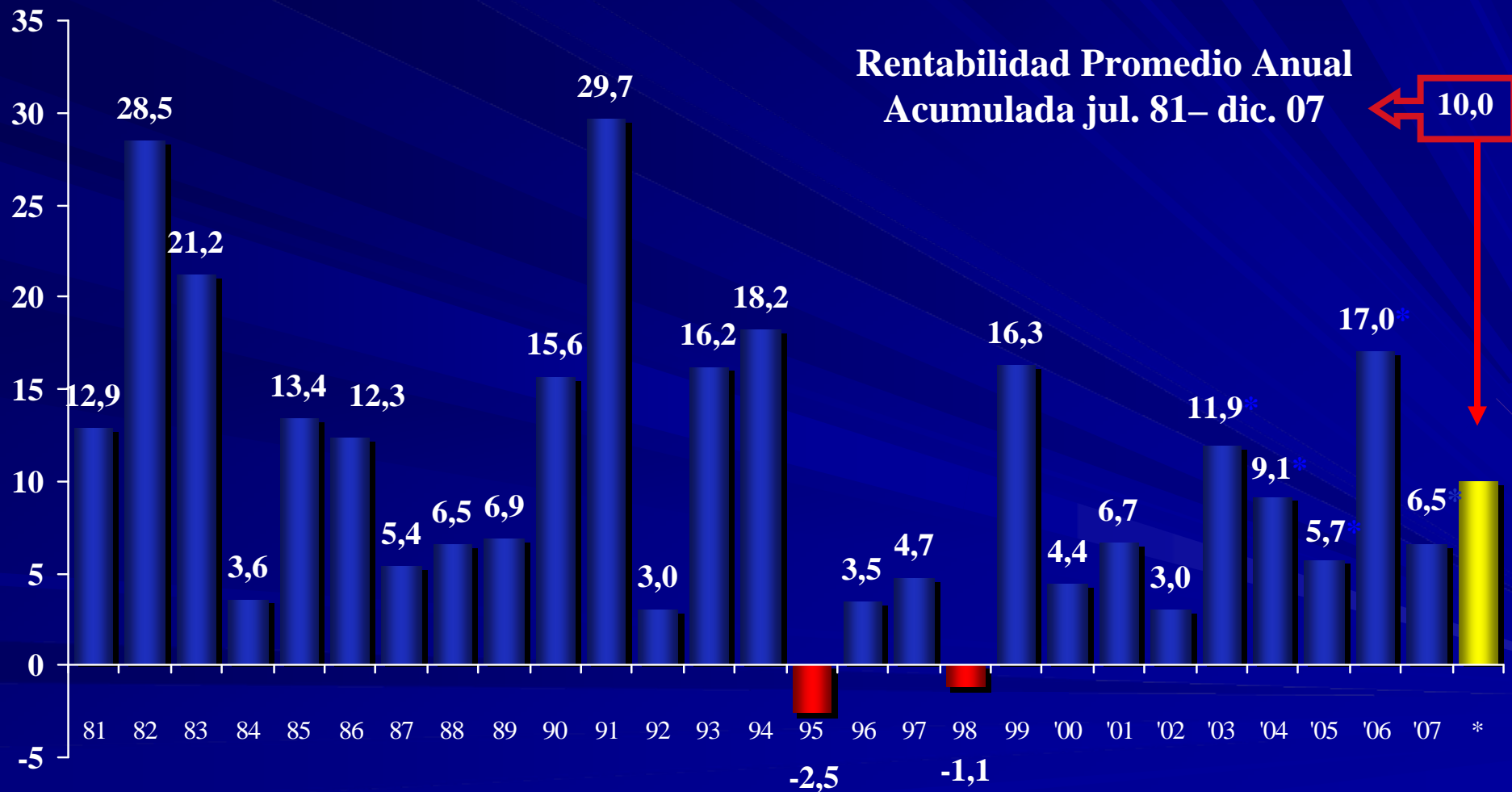
Títulos de Inversión Autorizados por Ley

Art. 45, inciso segundo del DL 3.500:

Los recursos del Fondo de Pensiones ..., deberán ser invertidos en:

- a) Títulos Estatales ...
- b) Depósitos a plazo y bonos bancarios ...
- c) Títulos garantizados por instituciones financieras ...
- d) Letras de Crédito ...
- e) Bonos de empresas públicas y privadas ...
- f) Bonos canjeables por acciones ...
- g) Acciones de S.A. ...
- h) Cuotas de Fondos de Inversión y Fondos Mutuos ...
- i) Efectos de comercio de empresas públicas y privadas
- j) Títulos extranjeros ...
- k) Otros instrumentos que autorice SAFP previo informe BCCH.
- l) Operaciones con instrumentos derivados ...
- m) Operaciones o contratos de préstamo o mutuo de títulos de FP.

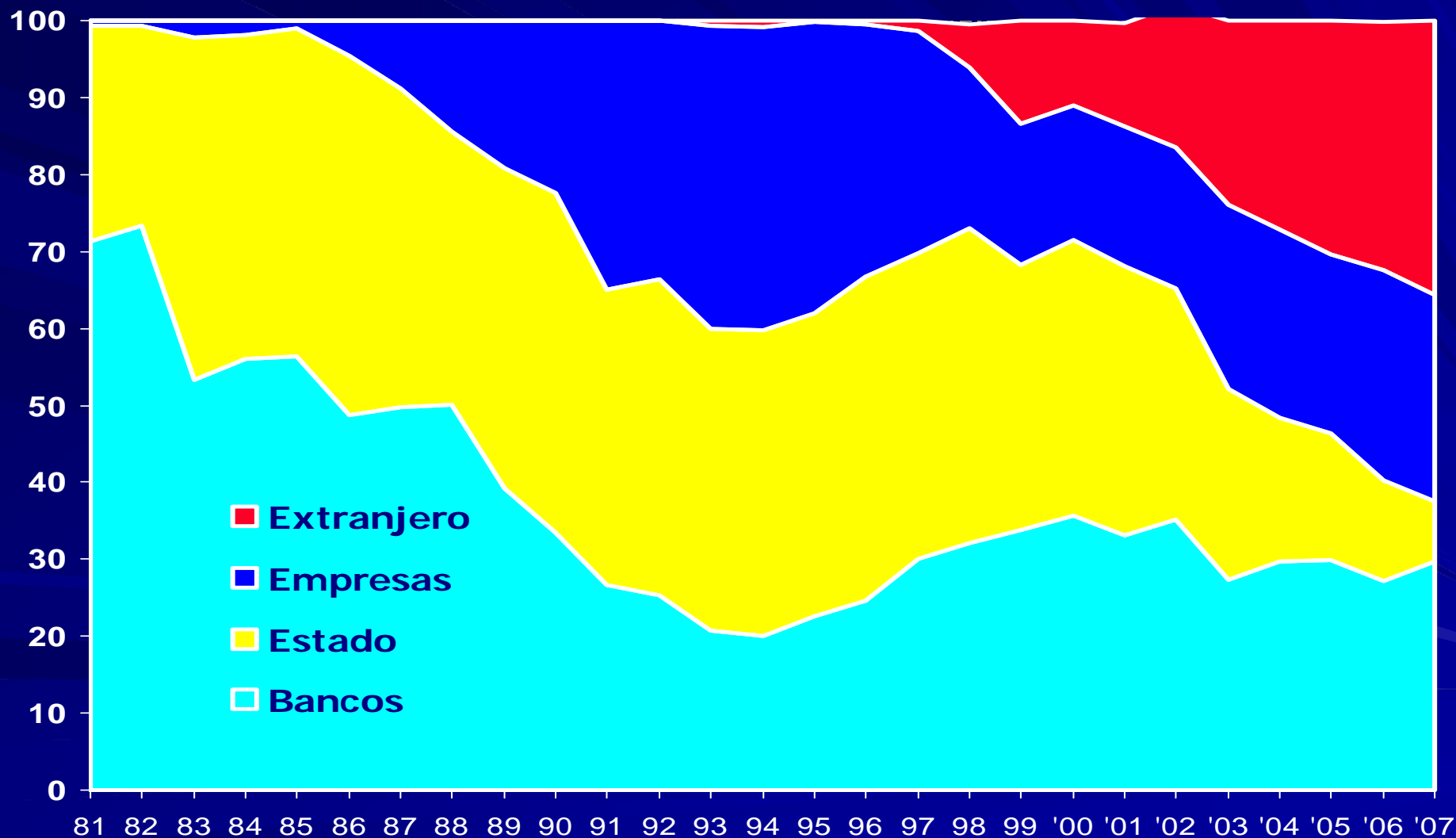
Rentabilidad Real Anual de los Fondos de Pensiones



*: Promedio ponderado multifondos

Evolución de las Inversiones de los Fondos de Pensiones por Sector Económico

%
(Como % del total de los fondos de pensiones)



Creación de los Multifondos

(Octubre de 2002)

- Se aumenta el número de fondos de pensiones existentes a 5.
- Los fondos se diferencian a partir de la proporción de su portafolio invertido en renta variable (Fondo A mayor proporción en renta variable, la que disminuye hasta el Fondo E, que sólo podía invertir en renta fija). A mayor renta variable, mayor riesgo y rentabilidad esperada.
- Los afiliados podrán seleccionar el fondo de pensiones que mas se aproxime a sus preferencias personales.
- La proporción de renta variable (fija) guarda relación con el mayor (menor) horizonte de inversión (edad), aceptación (rechazo) al riesgo y la existencia (no) de otros ingresos en la vejez.

Multifondos

	Límite máximo permitido	Límite mínimo obligatorio
Fondo A	80%	40%
Fondo B	60%	25%
Fondo C	40%	15%
Fondo D	20%	5%
Fondo E	No autorizado	No autorizado

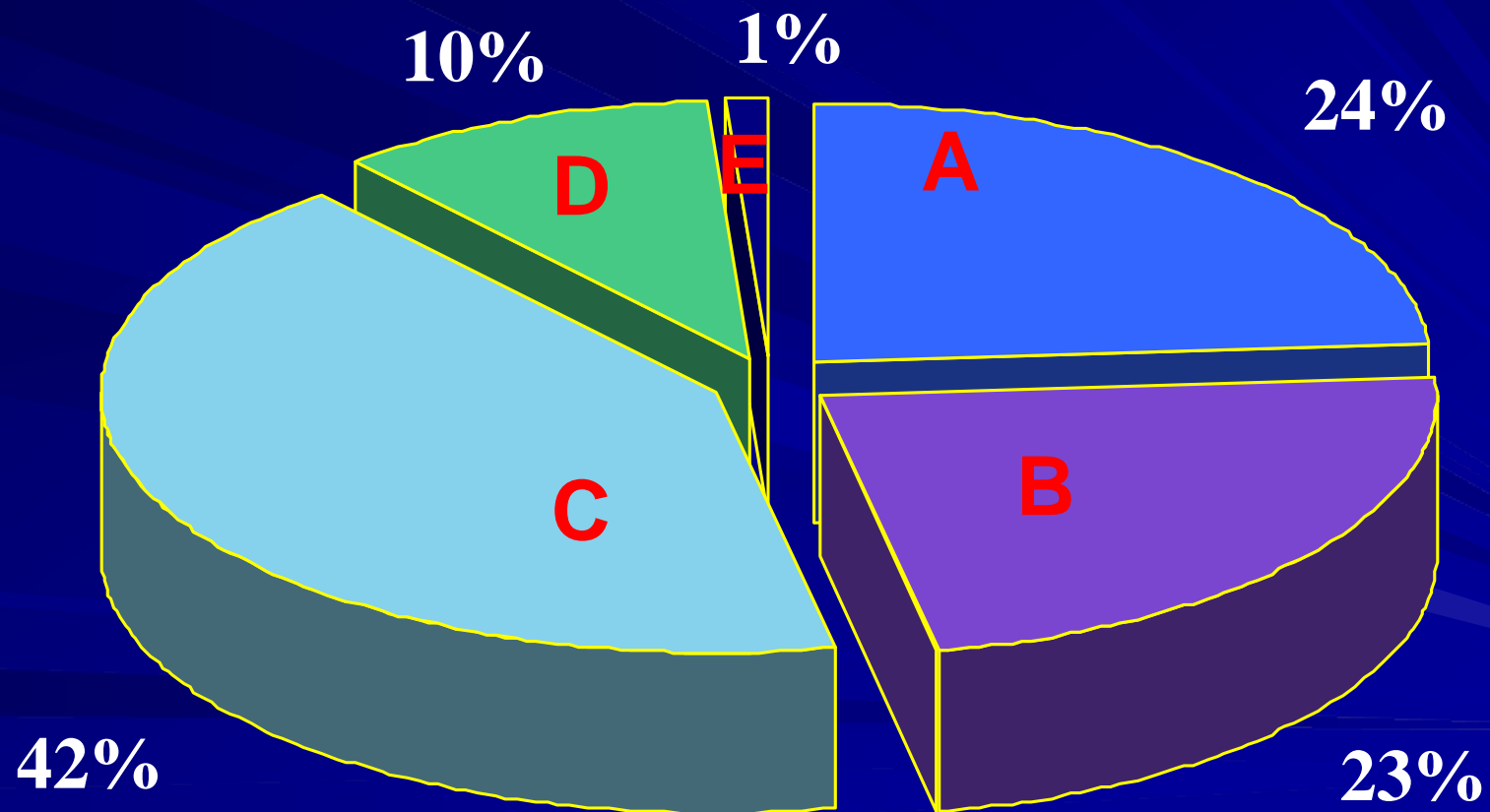
Rentabilidad Real (sobre inflación) de los Multifondos (%)

Año	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
2003	26,9	16,0	10,5	8,9	3,3
2004	12,9	10,3	8,9	6,8	5,4
2005	10,7	7,3	4,6	2,8	0,9
2006	22,3	18,8	15,8	11,5	7,4
2007	10,1	7,5	5,0	3,3	1,9
Jun-08	-6,4	-4,2	-2,3	-0,5	0,4
Acumulado	103,0	68,3	48,9	36,3	19,9
Prom. Anual	13,1	9,5	7,2	5,5	3,2

Participación por Tipo de Fondo

(como porcentaje sobre el total)

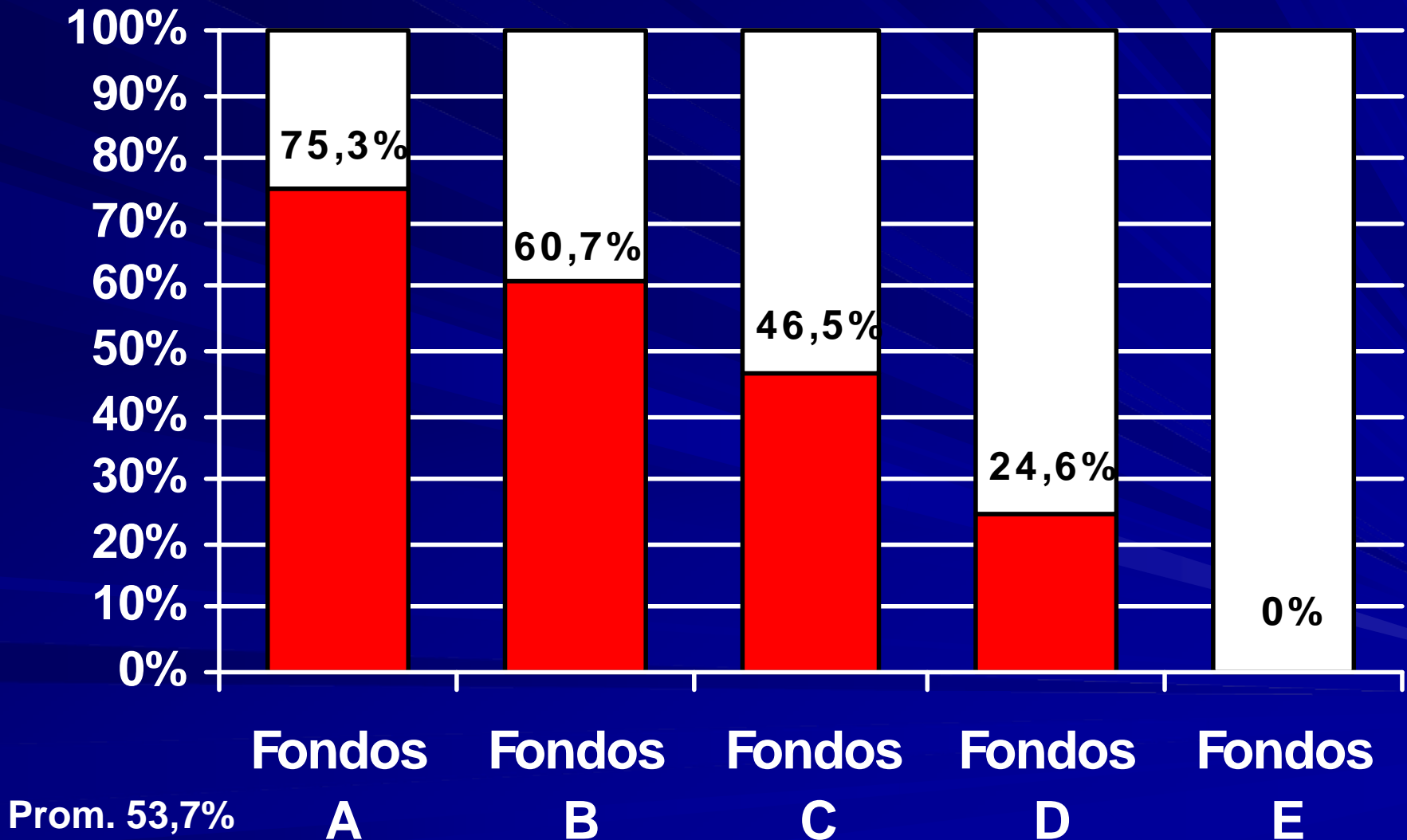
US \$ 111.033 millones *



* : Diciembre 2007

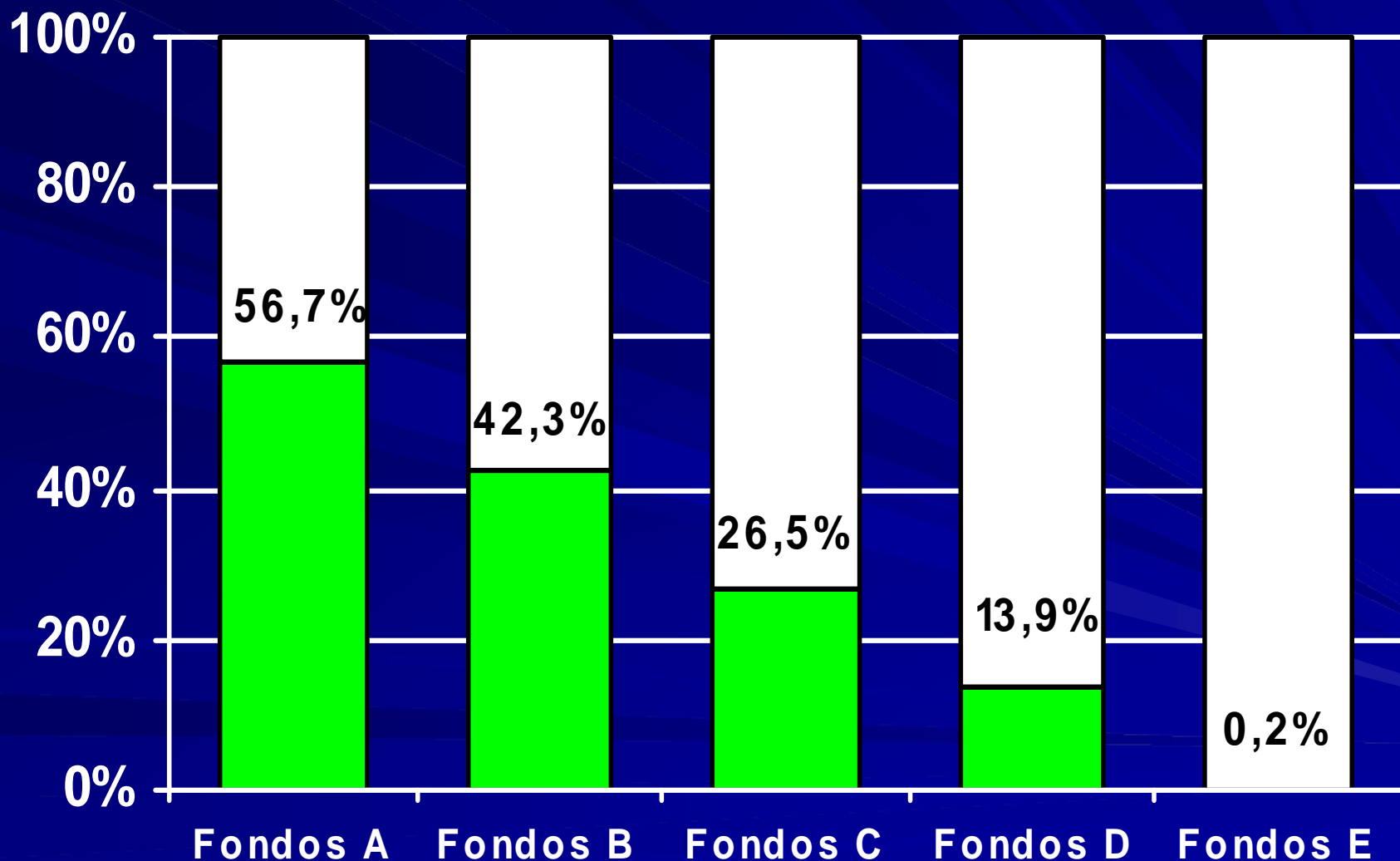
Inversión en Renta Variable

(como % del Fondo a diciembre de 2007)



Inversión en el Exterior

(Como % de los Fondos a diciembre de 2007)



Prom. 35,6%

Inversión Extranjera

Inversión Fondos Mutuos Extranjeros	
Mar-08	
Zona Geográfica	%
Europa	16,3
Asia Pacífico	13,1
Norteamérica	7,9
Desarrollados	37,3
Asia Emergente	23,1
Lationoamerica	20,5
Europa Emergente	15,1
Medio Oriente y Africa	2,0
Emergentes	60,7
Fondos Globales	2,0
TOTAL (%)	100
TOTAL FME (Mill.US\$)	32.448

Mar-08	
País	%
Brasil	13,73
Estados Unidos	12,37
Rusia	8,87
Corea del Sur	6,67
México	5,18
Japón	4,12
China	3,80
Hong Kong	3,51
Singapur	3,11
Francia	2,93
Alemania	2,89
Reino Unido	2,12
Australia	1,84
India	1,84
Malasia	1,64
Polonia	1,39
Luxemburgo	1,39
Tailandia	1,26
Holanda	1,20
Turquía	1,16
Sudáfrica	1,16
Suiza	1,15
Italia	1,13
Hungría	1,03
República Dominicana	0,02
Otros	9,70
TOTAL (%)	100
TOTAL (Millones US\$)	37.562

3. Instrumentos de Inversión: principales características y requisitos

Inversiones de los Fondos de Pensiones

(Como % del Fondo de Pensiones de mayo de 2008)

MM US \$ 117.894,9

**Depósitos
y Bonos
25,2%**

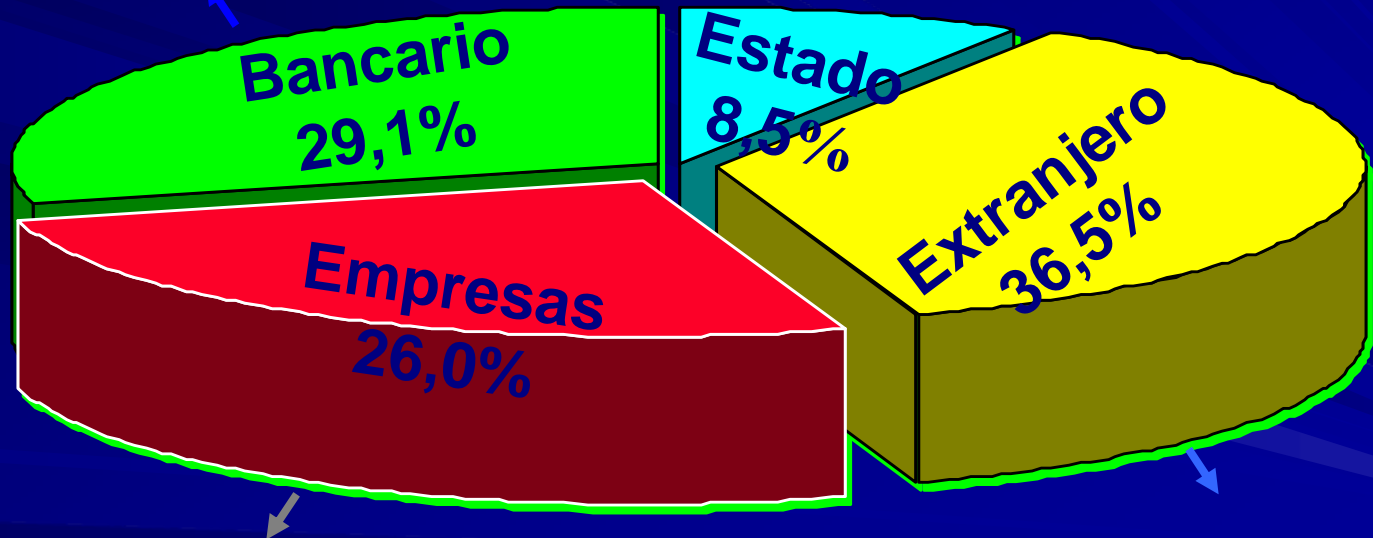
**Letras
Hipotecarias
3,3%**

**Acciones
0,6%**

**Bonos de
Reconocimiento
2,5%**

**Banco Central
4,6%**

**Tesorería
1,4%**



**Fondos de
Inversión
3,5%**

**Bonos
7,9%**

**Acciones
14,6%**

**Renta Variable
(Fondos Mutuos Extranjeros)
33,9%**

**Renta Fija
2,5%**

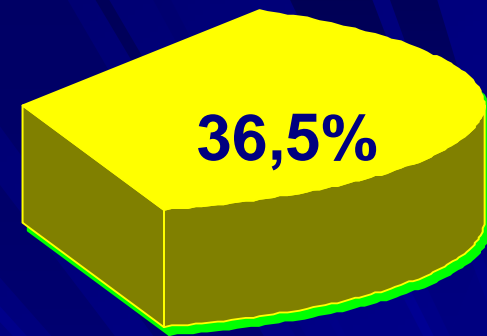
Estado

8,5%

- **Bonos de Reconocimiento:** Corresponden a las cotizaciones efectuadas en las antiguas Cajas de Previsión de los trabajadores que se cambiaron al sistema de AFP. Vencen cuando el trabajador cumple 65 H ó 60 M. Gana un interés anual de 4% por sobre la inflación. El trabajador puede vender su bono cuando jubila en forma anticipada en las bolsas de valores.
- **Bonos del Banco Central:** Son instrumentos de regulación monetario. Existen bonos reajustables y no reajustables según la inflación. Se emiten y colocan a través de licitaciones periódicas y con plazos que van de 90 días a 20 años. Se transan en bolsas como un porcentaje de su valor par, según las tasas de interés de mercado.
- **Bonos de la Tesorería:** Son instrumentos destinados a financiar el Estado, se reajustan según la inflación con plazos variables (hasta 15 años). Se transan en el mercado bursátil como porcentaje de su valor par.

→ Se consideran libres de riesgo, por contar con garantía del Estado.

Extranjero



- Títulos de Estados o Bancos Centrales Extranjeros.
- Títulos de Entidades Bancarias extranjeras o internacionales.
- Acciones o Bonos de Empresas.
- Cuotas de Fondos Mutuos y Fondos de Inversión.
- Títulos representativos de índices de Instrumentos Financieros.
- Otros que autorice las SAFP, con opinión favorable B.C.CH.

Requisitos en la Ley

- **Títulos de deuda extranjeros:** Dos clasificaciones de riesgo internacional en “Investment Grade” (superior a BBB y nivel N-3) y que cumpla las características que señale el Régimen de Inversión (RI).
 - El RI podrá autorizar la inversión en deuda extranjera en categoría BB, B y N-4, con una clasificación de riesgo o clasificaciones desaprobadas por la CCR. (límite especial)
 - El RI podrá autorizar la inversión en deuda extranjera en categoría inferiores a B y N-4 y aquella deuda extranjera que no cuente con clasificación de riesgo. (límite especial)
- **Títulos de capital extranjeros:** Aprobados por la CCR y que cumpla las características que señale el RI.
 - El RI podrá autorizar la inversión en Acciones, Fondos de Inversión y Fondos Mutuos no aprobados por la CCR (límite especial).
- **Índices de instrumentos financieros y depósitos de corto plazo (extranjeros):** Que cumplan las características que señale el RI.
- **Títulos extranjeros que se transen en mercados nacionales:** Que cumplan las características que señale el RI y aprobación de la CCR.

Requisitos CCR

Títulos de capital extranjeros:

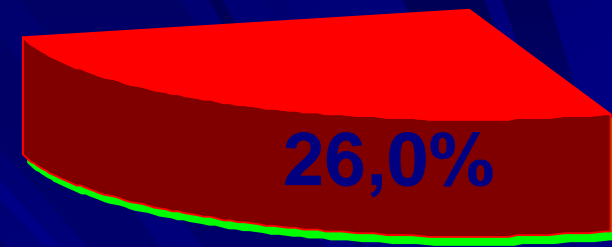
- **Acciones:** No se evalúan c/u de las acciones, sino las bolsas donde se transan exigiendo que estén en un país con clasificación =>AA y su institucionalidad:
 - Requisitos para inscripción y cancelación de emisores.
 - Sistemas de regulación, fiscalización y penalización.
 - Transacción y valoración
 - Liquidez
- > Se clasifican a solicitud de las AFP

Requisitos CCR (continuación)

- **Fondos Mutuos y de Inversión:** No se evalúan las inversiones de c/u de los Fondos, sino la institucionalidad (regulación, fiscalización y sanción) del país donde están inscritos (clasificación =>AA) y las características de la sociedad administradora (radicada en país con clasificación =>A, administrar > US \$ 10.000 millones en activos de terceros y > 5 años de experiencia) y del fondo (valor mínimo de activos de US \$ 20 millones, 5 aportantes no relacionados con la administradora, políticas de endeudamiento, otorgamiento de garantías y uso de instrumentos derivados).

-> Se clasifican a solicitud de las AFP

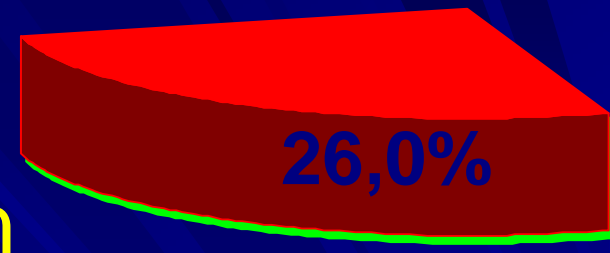
Empresas



Acciones

- Emisor: Sociedades Anónimas Abiertas.
 - Privatización de empresas públicas.
 - Sistema de Capitalismo Popular.
- Características: títulos representativos del capital de la empresa, cuyos retornos provienen de los dividendos y de la mayor valorización del instrumento.
- Garantía: clasificación de riesgo privada o requisitos mínimos (EEFF Auditados, resultados operacionales positivos, adecuada liquidez y solvencia).

Empresas



Cuotas de Fondos de inversión

- Emisor: Fondos de inversión.
- Objetivo: financiar proyectos mobiliarios, inmobiliarios y de desarrollo de empresas.
- Mercados: se transan en el mercado secundario (baja liquidez).
- Reajustabilidad e Intereses: las cuotas no son reajustables. Tienen un sistema de valuación de la cuota de acuerdo a lo dispuesto en el reglamento interno de cada fondo. No devengan intereses.
- Plazos: dispuesto en el reglamento interno (períodos renovables).
- Garantía: la cartera de inversión del fondo.

Empresas



26,0%

Bonos de Empresas

- Emisor: empresas, sociedades anónimas abiertas o con inscripción en el registro de valores.
- Objetivos: financiar inversiones de mediano y largo plazo. También se emiten con el objeto de refinanciar compromisos y cambiar el perfil de la deuda (plazo).
- Plazos: hasta 30 años.
- Tasas:
 - Tasa de colocación promedio (2007) 3,79%
 - TIR Media Mercado Secundario (2007) 3,64%
 - BCU – 10 (2007) 2,90%
- Garantía: resguardos financieros (covenants), garantías reales y prendas, dos clasificaciones de riesgo privadas.
- Clasificación de Riesgo: (2) => BBB

Bonos de Infraestructura



Programa Chileno de Concesiones de Obras Públicas

■ Diagnóstico Previo

- Falta de recursos del Estado y necesidad de orientarlos a programas de rentabilidad social.
- Déficit de inversión MM US \$ 11.000 (1995).
- Costo anual pérdida competitividad MM US \$ 1.710.

■ Diseño del Programa

- Cambio Rol del Estado: De “Gestor – Inversor” a “Coordinador – Supervisor”.
- Externalizar la construcción y la explotación de las obras de infraestructura, mejorando el nivel de servicio, de modo que los usuarios estén dispuestos a pagar.
- Captar recursos privados.
- Diseño del Bono de Infraestructura.

Proyectos de Infraestructura

Etapa pre - operativa

Riesgos de sobrecostos y sobreplazos:

- Solvencia e idoneidad concesionaria.
- Riesgos específicos del proyecto.
- Contratos de construcción.
- Experiencia y solvencia contratistas.
- Calendarios y presupuestos.
- Expropiaciones.
- Riesgos institucionales.
- Factores político-sociales.
- Riesgos ambientales.
- Obras adicionales.

Etapa operativa

Riesgos de predecir bien ingresos y costos:

INGRESOS

- Demanda por tráfico.
- Tarifas.
- Otros ingresos privados.
- Subsidios.
- Garantía de ingresos mínimos.

COSTOS

- Gastos de operación.
- Mantenimiento rutinario.
- Mantenimiento mayor.
- Informe ingenieros independientes.

Empresas

Bonos de Infraestructura (Caract.)

- Clasificación de Riesgo: “Investment Grade”
- » Mitigantes del Riesgo:
 - Garantía Aseguradora de Bonos.
 - Contratos llave en mano, boletas de garantía y seguros.
 - Límite a costos por expropiaciones.
 - Compensación por atrasos por expropiaciones, razones políticas o ambientales.
 - Compromiso de Aportes de capital del accionista en la etapa de construcción.
 - Contrato de “underwriting” para asegurar la colocación del bono necesaria para financiar la construcción.
 - Prenda a favor de los tenedores de bonos de la Concesión, parte de los ingresos, bienes muebles, etc.
 - Flujo de Ingresos Mínimos Garantizados por el Estado.

Empresas

Bonos de Infraestructura

(Situación a la colocación de los bonos)

- Clasificación de riesgo: la mayoría AAA.
- Plazo de emisión promedio: 18,3 años.
 - 70% a 20 años y más; 30% entre 8 y 12 años.
- Demandantes: 91% Fondos de Pensiones y Aseguradoras.
- “Spread” Colocación: TC - PRBC: 1,6%.
- Primeras emisiones proyectaban ingresos superiores a los registrados (estimaciones de flujo con crecimiento del PIB de 6% - 7%). Se modificaron las concesiones extendiendo el plazo.

Inversión Bonos de Infraestructura

▪ INFRAESTRUCTURA VIAL Y TRANSPORTE

– Autopistas Interurbanas US\$ 1.087 millones

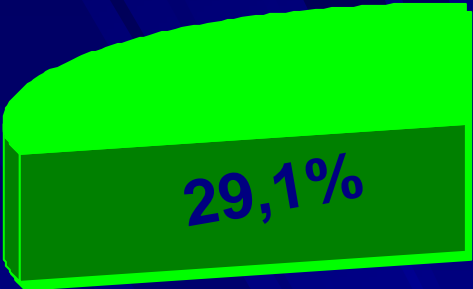
– Autopistas Urbanas US\$ 803 millones

– Aeropuerto US\$ 101 millones

– Puerto US\$ 11 millones

TOTAL US\$ 2.002 millones

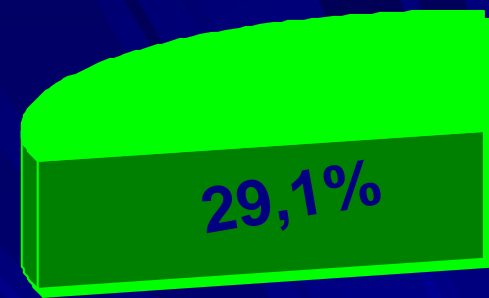
Bancario



29,1%

- **Depósitos Bancarios:** Son depósitos en dinero recibidos por un banco, el cual deberá restituir en el plazo convenido con el depositante o inversionista. El interés se determina libremente entre las partes. El plazo mínimo para depósitos no reajustables es de 30 días y de 90 días para reajustables por la inflación. En el mercado bursátil se transan con descuento dependiendo de la tasa de interés del mercado. Se emiten en pesos y monedas extranjeras.
- **Bonos Bancarios:** Deben inscribirse en el registro de Valores de la SBIF y se reajustan por la inflación. El plazo mínimo es de un año y cuentan con la garantía del emisor. En el mercado bursátil se transan con un porcentaje de su valor par.
Dos clasificaciones de riesgo superior a BBB o nivel N-3
- **Acciones Bancarias:** Ídem acciones S.A.

Bancario



Letras Hipotecarias

- Emisor: bancos
- Objetivos: financiamiento para la compra de viviendas y otros fines.
- Reajustabilidad: Unidad de Fomento (\$ + IPC).
- Plazos: 8,12,15,20 y 25 años.
- Mercado: Bolsas de Valores.
- Demanda: principalmente inversionistas institucionales.
- Garantías: solvencia del banco emisor y respaldo hipotecario (crédito bancario por el 75% del valor del bien raíz).
- Tasa anual promedio: Spread 1,3%.
 - Letras de crédito Más de 20 años 4,5% (dic. 2007)
 - BCU – 20 3,2% (dic.2007)

4. Los Cambios que Vienen

Reforma Previsional (11 de marzo de 2008)

- Se lleva al régimen de inversiones gran parte de la normativa de inversiones, quedando en la ley sólo los aspectos más importantes.
- Serán materia del Régimen de Inversiones:
 - Requisitos y límites operaciones derivadas.
 - Gran parte de los límites de inversión.
 - Requisitos mínimos acciones locales.
 - Regulación de Inversión Indirecta.
 - Mecanismo y plazo para eliminar déficit y excesos de inversión.
 - Regulación contratos de administración de cartera.
 - Regulación de Inversión vía Métricas de Riesgo.
 - Otros: Nuevos Instrumentos, límites mínimos R.V. multifondos, préstamo de activos, títulos de baja liquidez etc.

Límites de Inversión (Ley)

Título	Límite Global	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E
Estatales	-	30-40%	30-40%	35-50%	40-70%	50-80%
Extranjeros	30-80%	45-100%	40-90%	30-75%	20-45%	15-35%
Moneda extranjera sin cobertura cambiaria	-	30-50%	25-40%	20-35%	15-25%	10-15%
Suma de las Inversiones en títulos de baja liquidez y calificación y aquellos cuyos emisiones tengan menos de 3 años	-	10-20%	10-20%	10-20%	10-20%	-
Renta Variable (Multifondos)	-	80	60	40	20	5

Consejo Técnico de Inversiones

Su principal objetivo es pronunciarse sobre el régimen de Inversiones

Integrantes:

- **Un miembro designado por el Presidente**, que haya sido Ministro de Hacienda o Superintendente o directivo de la Superintendencia de Pensiones, de Bancos o de Valores y Seguros o Consejero o gerente del Banco Central;
- **Un miembro designado por el Consejo del Banco Central**, profesional con experiencia en materia financiera y del mercado de capitales;
- **Un miembro designado por las AFP**, con experiencia en administración de carteras de inversión y quien haya desempeñado el cargo de gerente o ejecutivo principal en alguna empresa financiera;
- **Dos miembros designados por los decanos de Economía de las Universidades acreditadas.** Uno con experiencia en materias financieras y mercado de capitales y el otro con conocimiento de macroeconomía.
- Los consejeros **durarán 4 años** y podrá renovarse su designación o ser reelegido por un nuevo período por una sola vez.

5. Conclusiones

- 1) Los fondos de pensiones son un actor importante, que han favorecido el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico en Chile.
- 2) El objetivo de los fondos de pensiones es la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad. La rentabilidad es un factor muy importante para lograr buenas pensiones.
- 3) Los sistemas de seguridad de los fondos de pensiones han funcionado muy bien y la rentabilidad de los mismos en sus 25 años de funcionamiento ha superado las expectativas más optimistas.
- 4) Los multifondos han constituido una experiencia exitosa, que ha sido seguida por varios países de la región.

5. Conclusiones

- 5) La diversificación de las inversiones es fundamental para lograr una buena relación rentabilidad - riesgo.
- 6) La inversión internacional es, para países pequeños como Chile, indispensable para alcanzar una adecuada diversificación. Los fondos de pensiones son actores muy importantes en Chile, pero insignificantes en el mundo.
- 7) Las especiales características de los fondos de pensiones hacen aconsejables el desarrollo de instrumentos “a la medida”: Letras Hipotecarias, Bonos de Infraestructura, Fondos de Inversión, ...