

ESTUDIO DE CASOS EMBLEMÁTICOS:

## **AFP Defienden los Intereses de los Accionistas Minoritarios y de los Afiliados**

- ❖ **Estudio revisa el rol que jugaron las AFP en los episodios Chispas, Telefónica Net - Terra, Telefónica Móviles, Masisa-Terranova y Soquimich, entre otros.**
- ❖ **Intervenciones de las AFP han contribuido a elevar los estándares de transparencia en el mercado.**
- ❖ **En una economía como la chilena, los fondos de pensiones están impedidos de “votar con los pies”, es decir, vender, por lo pequeño del mercado.**
- ❖ **El mercado premia con un mayor valor las acciones de las empresas en las que invierten los Fondos de Pensiones.**
- ❖ **En trámite parlamentario se encuentran dos Proyectos de Ley destinados a perfeccionar el gobierno societario de las empresas privadas y estatales.**

Las AFP, en defensa del ahorro previsional de sus afiliados, han protegido los intereses de los accionistas minoritarios de las sociedades en las que participan y de los tenedores de bonos, y han contribuido a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas. Así concluye un estudio sobre la Contribución de las AFP al Gobierno Societario de las Empresas Chilenas, realizado por el profesor de la Universidad Católica y secretario ejecutivo del Centro para el Gobierno de la Empresa, Fernando Lefort.

El trabajo analiza diversos episodios en los que existió discrepancia y controversia pública, tales como los casos Chispas, Telefónica Net - Terra, Telefónica Móviles, Masisa-Terranova y Soquimich, entre otros.

En 1985 cuando se autorizó a los Fondos de Pensiones a invertir en acciones de sociedades anónimas se inició un amplio proceso de reestructuración en la regulación, en los mercados y en las empresas, proceso que ha sido continuo en el tiempo.

Actualmente las AFP administran recursos por 119.433

millones de dólares. De éstos un 23% se destina a acciones y bonos de empresas nacionales. En las carteras de las AFP existen en la actualidad acciones de más de cien sociedades anónimas chilenas.

En Estados Unidos los fondos institucionales mantienen sobre el 50% de las acciones de empresas listadas: Inglaterra, el 76%; en Francia, el 60% y en Alemania el 39%. Como se desprende, la importancia en términos cuantitativos es enorme y, por lo tanto, el potencial para afectar las prácticas de las empresas también podría serlo.

En América Latina el porcentaje de la propiedad accionaria en manos de los inversionistas institucionales es bastante menor. Los Fondos de Pensiones chilenos mantienen en su poder casi el 9% de las acciones de las empresas listadas en la bolsa chilena y un 46% de los bonos emitidos por empresas. En Argentina los Fondos de Pensiones poseen aproximadamente un 5% de las acciones, mientras que en Perú un 9% y sobre un 40% de los bonos corporativos.

## Mandato Legal

Las AFP deben ejercer por ley los derechos que les compete como accionistas de sociedades anónimas abiertas, en las cuales mantienen inversiones. Pero, además su activa participación es importante porque las estructuras y control de la mayoría de las empresas en Chile presentan una muy alta concentración de propiedad y gran parte de ellas están, directa o indirectamente, controladas por grupos económicos. Generalmente las empresas chilenas son controladas por los accionistas mayoritarios a través de estructuras complejas, que contribuyen a originar problemas de gobierno corporativo.

Además, están obligadas a concurrir a las juntas de accionistas y de tenedores de bonos, así como a las asambleas de aportantes de los fondos de inversión. Los representantes de las administradoras deben pronunciarse respecto de cualquier acuerdo que se tome en dichas instancias, dejando constancia de su votación en el acta. El DL N° 3.500 y la normativa de la Superintendencia del ramo regulan el grado de intervención que las AFP pueden ejercer en las sociedades y las restricciones que tienen las personas por las cuales las AFP pueden votar para el cargo de director en una empresa en la que mantengan inversiones.

La Ley establece que las AFP pueden actuar concertadamente para lograr la elección de directores, pero no pueden realizar ninguna gestión que implique participar o tener injerencia en la administración de la sociedad en la cual hayan elegido uno o más directores. Esta inhibición no impide que las AFP ejerzan activamente sus derechos como inversionistas. Por esta vía las AFP pueden y deben contribuir a mejorar los mecanismos internos de gobierno corporativo de las sociedades en las que invierten, cuando ello contribuya a aumentar el valor de los fondos que administran y no impliquen una interferencia en la gestión de la compañía.

### ¿Qué Es Gobierno Corporativo?

El gobierno societario es definido por el estudio de Fernando Lefort como “el conjunto de instancias y prácticas institucionales que influyen en el proceso de toma de decisiones de una empresa, contribuyendo a la creación sustentable de valor, en un marco de transparencia y responsabilidad empresarial”.

Un adecuado gobierno corporativo debe “alinearse incentivos” entre todos los accionistas, controladores y minoritarios, y la administración. También debe promover el respeto a los derechos de todos los accionistas y de los “Stakeholder”, grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa y que pueden afectar o son afectados por las actividades de ésta, como serían los proveedores, los clientes, el gobierno, entre otros.

El estudio analiza los canales a través de los cuales las AFP influyen directa o indirectamente sobre la calidad del gobierno societario. Éstos son:

1. Reformas al sistema legal y de supervisión de las empresas.
2. Profesionalización de los intermediarios financieros y uso de tecnología avanzada.
3. Intervención y monitoreo directo que realizan las AFP en las empresas.

### Impacto del Sistema de Pensiones sobre el Gobierno Corporativo

Para efectos de un mayor análisis de los factores que interactúan e impactan al gobierno corporativo de una empresa, el estudio propone una separación, entre elementos internos, responsabilidad de los participantes directos en las empresas, y externos, aquellos provistos por agentes ajenos a la compañía.

En el ámbito interno, el gobierno corporativo está compuesto por los accionistas, que delegan su autoridad en un directorio que los representa, y la administración. Esta separación entre la propiedad y la administración genera un problema de incentivos o “problema de agencia” entre los dueños y los

### Nueva Exigencia Legal de la Reforma Previsional Directores Elegidos por las AFP en Soc. Anónimas

La Ley N° 20.255 establece que las AFP no podrán votar para directores de empresas, en la que mantienen inversiones los Fondos de Pensiones, por personas que no tengan la calidad de “independientes”. Estos además deberán estar inscritos en el Registro de Directores que llevará la Superintendencia, cuando sean elegidos por mayoría de votos de las AFP.

ejecutivos, “condición básica para la implementación de un gobierno corporativo en la empresa”.

El estudio sostiene que para favorecer la participación de los accionistas en el proceso de toma de decisiones de la compañía y su adecuada representación en el Directorio, se debe promover la relación “una acción, un voto”, y asegurar un flujo continuo de información, relevante y confiable, desde el nivel operacional hacia el directorio, la junta de accionistas y el mercado.

Entre los aspectos externos que influyen están las leyes, regulaciones y el grado de desarrollo de los mercados en los que la empresa se desenvuelve.

Es irrefutable que el Sistema de Pensiones chileno ha tenido un impacto significativo en el mercado de capitales local, así también lo corrobora el estudio, que consigna las áreas de influencia: importantes reformas legales respecto al funcionamiento del mercado de capitales y el grado de protección de los inversionistas, logrando un ambiente transparente para los fondos de pensiones; desarrollo de la industria de clasificación de riesgos; profesionalización del proceso de toma de decisiones de inversión; mayor competitividad del mercado; disminución del costo de capital; menor volatilidad de los retornos; mayor eficiencia de los intermediarios y creación de nuevos instrumentos financieros.

En materia de reformas legales el estudio recoge varios temas que han favorecido la protección de los inversionistas, tales como: mayores exigencias en la entrega de información por parte de las sociedades; regulación del uso de información privilegiada; normas sobre transacciones con partes relacionadas; exigencia

de auditorias externas independientes y de clasificación de riesgo en el caso de emisores de instrumentos de oferta pública.

Lo anterior, en conjunto con la acumulación del ahorro previsional ha tenido como consecuencia un crecimiento del ahorro financiero, aumento del tamaño del mercado de capitales y de la oferta de instrumentos financieros emitidos por entidades públicas y privadas. En definitiva, mayor transparencia y mayor liquidez en el mercado.

### **Importancia de los inversionistas institucionales**

El Sistema de Pensiones chileno es actualmente el principal inversionista del país. El grado de influencia que los administradores de fondos pueden tener sobre el gobierno de las empresas en las que invierten depende de varios factores relacionados con el contexto económico y de mercado.

En los países con mercados de capital más desarrollados, los accionistas institucionales más activos en la promoción de principios de buen gobierno corporativo en las compañías ejercen su influencia a través de exigencias de estándares de gobierno corporativo a los emisores de los títulos en los que invierten, condicionando la selección de su cartera de inversiones al cumplimiento de dichos estándares

**La evidencia internacional indica que las empresas que tienen entre sus accionistas a un inversionista minoritario relevante, como los Fondos de Pensiones, 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.**

El estudio señala que la experiencia chilena muestra que el Sistema de AFP ha asumido en forma responsable su obligación de ejercer todos los derechos políticos inherentes a los valores integrados en su cartera en beneficio exclusivo de sus afiliados, especialmente el derecho de asistencia y voto en las Juntas de Accionistas. Las administradoras informan al mercado y a sus afiliados de su política en relación al ejercicio de los derechos en las empresas en las que han invertido.

Aunque habitualmente los análisis de gobierno corporativo concentran su atención en la junta de

### **Tamaño de los Mercados Financieros y Contribución de los Fondos de Pensiones 1981-2006 (MMUS\$ de diciembre de cada año)**

	<b>Bonos Corporativos</b>		<b>Acciones</b>	
	<b>FP Inv. (%)</b>	<b>Tamaño de Mercado</b>	<b>FP Inv. (%)</b>	<b>Tamaño de Mercado</b>
1985	7,7	222	0	2.012
1990	59,2	1.256	5,5	13.619
1995	55,3	2.410	11	71.178
2000	39,8	3.643	6,9	60.514
2002	38,3	6.638	7,2	48.825
2003	39,9	9.625	8,5	85.041
2004	38,5	11.138	8,5	112.916
2005	36,7	13.753	8,1	135.841
2006	45,9	15.259	8,5	176.101

## CASOS EMBLEMÁTICOS

**Caso Chispas (1997):** Las AFP criticaron el acuerdo entre los ejecutivos de ENERSIS y ENDESA España respecto de la adquisición del control de ENDESA Chile. Las AFP citaron a Junta Extraordinaria de Accionistas, alertaron a la SVS y fueron actores clave para lograr que ENDESA España modificara, en beneficio de los accionistas minoritarios, los términos de su plan de adquisición. El caso Chispas, es uno de los casos más emblemáticos dentro de las operaciones societarias en nuestro país en las que el tema del gobierno corporativo es central, es además, uno de los primeros y, quizás el que instaló el tema de gobierno corporativo en Chile.

**Venta de Telefónica Net a Terra (1999):** Las AFP consideraron que el precio ofrecido por Terra para adquirir Telefónica Net estaba por debajo del valor aceptable de mercado. Los directores elegidos por las AFP se opusieron a la transacción, los representantes de las AFP votaron en contra de la operación en Junta de Accionistas, y finalmente las AFP iniciaron acciones legales contra Telefónica CTC.

**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 50 millones de dólares y el pago de un dividendo extraordinario a los accionistas de US\$ 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 54 millones de dólares y la baja incidencia del derecho a retiro causado en la operación.

**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 de 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 a la SVS algunas de las cláusulas de un pacto de accionistas diseñado para lograr el control de SQM. Dichas cláusulas fueron eliminadas.

accionistas y en el directorio, hay diversos aspectos relacionados con el proceso de emisión de deuda y el respeto a los derechos de los acreedores que son cruciales en el contexto de un buen gobierno societario. En este ámbito se destaca la siguiente operación: Bonos Convertibles de Gener, 2004. Los problemas financieros de AES GENER pusieron en peligro el pago de los aproximadamente 400 millones de dólares que la empresa debía a las Administradoras de Fondos de Pensiones. Las AFP negociaron con la empresa hasta lograr el rescate anticipado íntegro de la obligación por parte de Gener.

En los últimos años las Administradoras de Fondos de Pensiones han negociado la modificación de las cláusulas o “covenants” de los bonos, exigiendo compensación económica por el potencial mayor riesgo de crédito que se incurriría al modificar las cláusulas. Los siguientes son ejemplos de esta práctica: Sociedad Concesionaria Autopista del Bosque, 2006; Securitizadora Interamericana, 2005 y Guacolda SA, 2006.

### Autorregulación

Afín a las tendencias de países desarrollados, los distintos actores que participan en el mercado local han asumido una mayor responsabilidad. Es así que en el año 2004 la Pontificia Universidad Católica de Chile, la Sociedad de Fomento Fabril, la Bolsa de Comercio de Santiago, la Cámara de Comercio de Santiago, la Cámara Chileno-Norteamericana de Comercio y la Asociación Gremial de Administradoras de Fondos de Pensiones formaron el Centro para el Gobierno de la Empresa, organización privada, sin fines de lucro, cuyo objetivo es fomentar la aplicación de buenas prácticas en materia de gobierno societario.

La autorregulación del mercado obedece a problemas incentivos o de agencia, a un mercado de capitales poco profundo, pese al crecimiento originado por la implementación del Sistema Previsional; la alta concentración de la propiedad de las compañías que se observa en nuestro país; la dificultad económica y técnica para una fiscalización minuciosa y total del mercado. Lo anterior conlleva a que los distintos actores tiendan a poner en práctica políticas de autorregulación.

En este sentido, los Fondos de Pensiones, como inversionistas institucionales y minoritarios han jugado

un rol crucial para avanzar en la mejora de políticas de gobierno societario.

El papel de los accionistas institucionales como las AFP resulta fundamental en el funcionamiento del gobierno corporativo de las sociedades en las que éstos invierten. En particular los flujos de comunicación entre la empresa y sus accionistas institucionales se convierten en un elemento crítico de gobierno corporativo en aspectos relacionados con el tratamiento equitativo a los accionistas minoritarios.

Desde hace algunos años las AFP han incorporado como práctica común en las Juntas de Accionistas y/o en la administración de las empresas, su preferencia por la implementación de políticas conducentes a mejorar la calidad del gobierno corporativo y, por lo tanto, la creación sustentable de valor en la empresa. Entre estas se destacan la política de remuneraciones del directorio y la política de rotación de los auditores externos.

Existe una larga lista de intervenciones de las AFP conducentes a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades anónimas chilenas, acciones específicas tomadas en el ejercicio de sus derechos como accionistas o tenedores de bonos, conducentes a modificar e incluso impedir la realización de una operación societaria que podría perjudicar los intereses de fondos de los afiliados.

Las AFP han buscado profesionalizar el proceso de nominación de candidatos a director a través de una empresa de “head-hunting”, y han buscado optimizar el ejercicio de sus derechos de voto en junta de accionistas con el fin de maximizar el número de directores elegidos por ellas.

## PRINCIPIOS PROPUESTOS POR EL CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

Los principios propuestos por el Centro para el Gobierno de la Empresa son recomendaciones generales para las sociedades y se basan en los siguientes objetivos fundamentales:

- I. Fomentar la creación sustentable de valor en las empresas chilenas
- II. Reconocer la importancia de la ética y responsabilidad empresarial
- III. Promover el respeto a los derechos de todos los accionistas y grupos de interés que participan directa o indirectamente en la empresa
- IV. Constituir un marco referencia basado en el concepto de la autorregulación.

El marco general de gobierno de la empresa considera el compromiso de la empresa, así como el ámbito de influencia de ésta. En materia de derechos y deberes de los accionistas se han definido recomendaciones sobre el ejercicio de la propiedad. También se aborda el tratamiento equitativo a los accionistas. Sobre responsabilidades y funcionamiento del directorio se definen principios sobre el deber de cuidado, lealtad y funcionamiento del directorio. Finalmente se propone algunos temas sobre transparencia y flujos de información.

### Importancia de los Gobiernos Corporativos

Actualmente existen dos Proyectos de Ley en el Parlamento, que introducen perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos en nuestro país, lo que demuestra su importancia. Uno de los proyectos, en primer trámite constitucional, regula las empresas privadas, mientras que el otro introduce regulaciones en esta materia en las empresas públicas.

*La información de este Boletín puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación.*

**Consultas:** Departamento de Estudios Asociación Gremial de AFP.

**Dirección:** Avenida 11 de Septiembre 2155, Torre B, piso 14, Providencia. Santiago – Chile.

**Fono:** (56 – 2) 3811717 **Fax:** (56 – 2) 3811721

**E-mail:** [estudios@afp-ag.cl](mailto:estudios@afp-ag.cl) **Internet:** [www.afp-ag.cl](http://www.afp-ag.cl)