

### Capital de Riesgo: Para aumentar la Inversión Se Requiere Perfeccionar la Normativa

- ❖ **Los Fondos de Pensiones tienen invertido US\$ 835 millones en capital de riesgo e inversiones de baja liquidez.**
- ❖ **En la práctica, las AFP son los únicos inversionistas que han destinado recursos a este sector.**
- ❖ **La ley señala expresamente que los Fondos deben ser invertidos con el único propósito de obtener la mejor rentabilidad y seguridad para otorgar pensiones.**
- ❖ **Los ahorros previsionales se encuentran invertidos en casas, caminos, fábricas, empresas de servicios, proyectos agrícolas, pesqueros y muchos otros, contribuyendo al desarrollo del país.**

El Gobierno ha planteado que los Fondos de Pensiones deben invertir más recursos en proyectos nuevos, emergentes o, en otras palabras, destinar más ahorro previsional a "capital de riesgo".

Las AFP consideran sano y positivo abrirse a nuevas posibilidades de inversión tanto en el país como en el extranjero. De hecho, la diversificación de cartera, principio que guía a los inversionistas institucionales en el mundo, es la estrategia que en el largo plazo permite obtener las más altas rentabilidades y mantener controlado el nivel de riesgo.

Además, próximamente el Congreso deberá aprobar cinco Fondos para el Sistema de Pensiones, lo que hace necesario contar con mayores posibilidades de inversión.

#### Criterios que Utilizan las AFP

Las AFP invierten los ahorros de los trabajadores en instrumentos financieros que ofrezcan la mayor "seguridad" y "rentabilidad". La tercera característica es que las inversiones sean "líquidas", es decir, que los instrumentos se puedan comprar y vender con facilidad, de modo que siempre los ahorros estén colocados en los títulos que tengan las mejores perspectivas.

Estos son los criterios básicos con que se administran los ahorros previsionales, y se ha hecho un esfuerzo muy profesional para obtener la mayor ganancia o rentabilidad posible. De hecho, un afiliado que ingresó al sistema de AFP en 1981, luego de 21 años de permanencia, reúne recursos que en un 63% corresponden a las ganancias

Cuadro N° 1

#### INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES (Por Sector Económico, Junio 2001)

SECTOR	MMUS\$	% F. P.
Capital de Riesgo y Activos de baja liquidez	835	2,35%
Concesiones de OO.PP.	270	0,76%
Viviendas	4.658	13,12%
Eléctrico	1.350	3,80%
Telecomunicaciones	1.430	4,03%
Sanitario	42	0,12%
Instrumentos Bancarios	7.580	21,35%
Industrias varias	2.486	7,00%
Extranjero	4.671	13,16%
Estatad	12.174	34,30%

**TOTAL** 35.496 100%

Fuente: Depto. Estudios Asociación de AFP A.G.

originadas por la rentabilidad, que se sitúa en UF + 10,7% como promedio anual. El 37% restante equivale a los aportes realizados por el trabajador actualizados por la inflación.

### ¿Dónde están los dineros?

La mayor parte del ahorro previsional de los trabajadores se ha destinado a actividades productivas en Chile, financiando la construcción de miles de viviendas y proyectos en diversos sectores, tales como: eléctrico, telecomunicaciones, sanitario, capital de riesgo e infraestructura. Además, directa e indirectamente, se ha apoyado a diversas áreas como la agricultura, la industria y el comercio. (Ver Cuadro N° 1)

- **Inversiones en Capital de Riesgo**

Hoy la única forma en que los Fondos de Pensiones pueden canalizar ahorro a este rubro es a través de los Fondos de Inversión, ya que la inversión directa no está autorizada.

En la actualidad, los Fondos de Pensiones han colocado recursos en Fondos de Inversión del orden de US\$ 835 millones, lo que representa un 18% de la inversión total en instrumentos de renta variable nacional y un 10% del total de las inversiones en instrumentos de renta variable nacional y extranjera. (Ver Cuadro N° 2)

Las cifras demuestran que las AFP han invertido una cantidad significativa en fondos de capital de riesgo y activos de baja liquidez. Si se compara con lo que invierten los Fondos de Pensiones de países desarrollados, entre 7% y 14% de la cartera de renta variable, las cifras nos muestran que los Fondos de Pensiones chilenos están en una situación muy comparable con los estándares internacionales.

- **Inversión en Concesiones de Obras Públicas**

Los Fondos de Pensiones tienen invertidos US\$ 270 millones en concesiones viales, como la Autopista Talca – Chillán; Chillán – Collipulli; Collipulli - Temuco y la ruta Temuco - Río Bueno.

Para ello se debió crear un tipo de bono especial, que cumpliera con las características propias de un sistema previsional. A modo de ejemplo, podemos señalar que estos instrumentos cuentan con la garantía de una aseguradora internacional que

respalda la devolución de los aportes hechos por los Fondos de Pensiones. Además, las empresas concesionarias cuentan con una garantía estatal que les asegura ingresos mínimos.

Las AFP han invertido en todos los bonos que se han ofrecido y que cumplen con estas características.

Indirectamente se ha invertido en la Autopista Santiago - San Antonio; en El Camino de la Madera y en varias obras más.

- **Inversiones en Viviendas**

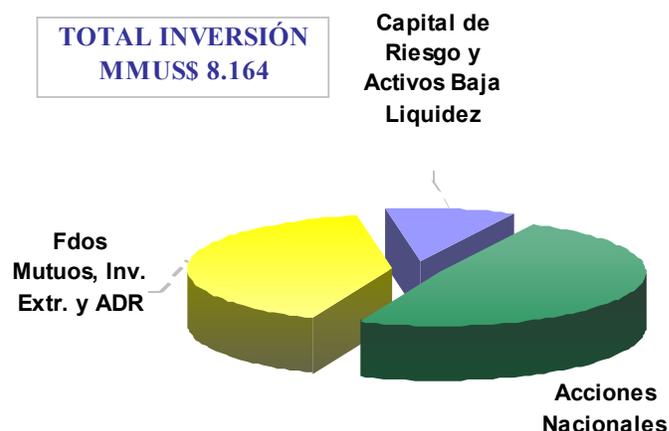
En esta área se han invertido US\$ 4.658 millones, con lo cual se han financiado medio millón de viviendas.

Esto ha sido posible principalmente a través de la inversión en Letras Hipotecarias emitidas por bancos, que facilitan la adquisición de viviendas por parte de las familias. En el último tiempo se creó un nuevo instrumento para este mismo propósito, los Bonos Securitizados, en los cuales los Fondos de Pensiones tienen invertido US\$ 49 millones.

- **Inversión en el Sector Eléctrico**

Se han invertido US\$ 1.350 millones en el sector eléctrico, en empresas generadoras y distribuidoras tan importantes como: Enersis, Endesa, AES Gener, Colbún, Chilquinta, C.G.E., Saesa, Conafe, Edelnor, Edelmag, Pilmaiquen, etc.

**Cuadro N° 2**  
**INVERSIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES**  
**EN INSTRUMENTOS DE RENTA VARIABLE**  
**(NACIONAL Y EXTRANJERA)**  
(Junio, 2001)



- **Inversión en el Sector Telecomunicaciones**

Existen importantes inversiones, tanto en acciones como bonos, en las siguientes sociedades: Telefónica CTC, ENTEL, Telefónica del Sur, Cía. de Teléfonos de Coyhaique, Manquehue Net, etc. Se han invertido del orden de US\$ 1.430 millones.

- **Inversión en el Sector Sanitario**

En forma directa se han invertido US\$ 42 millones en EMOS y ESVL.

- **Inversión en Instrumentos Bancarios**

A través de la inversión en instrumentos bancarios -principalmente depósitos a plazo, bonos y acciones- los Fondos de Pensiones han invertido indirectamente US\$ 7.639 millones en el sector agrícola, en industrias manufactureras, construcción, comercio, créditos de consumo a las personas, entre otros sectores. (Ver Cuadro N° 3)

- **Inversión en otras Industrias**

Un total de US\$ 2.486 millones se han invertido en diversas empresas de diferentes sectores, tales como: Soquimich, Laboratorio Chile, IANSA, COPEC, Viña Concha y Toro, Almacenes París y MASISA, por mencionar algunas.

- **Otros sectores**

A lo anterior se agregan inversiones en instrumentos del Estado por US\$ 12.174 millones. La mayor parte se encuentra en títulos del Banco Central, documentos que forman parte del instrumental para el manejo monetario del Instituto Emisor y que permite, entonces, un adecuado funcionamiento del sistema económico chileno. Estas inversiones cuentan con garantía estatal y se caracterizan por su gran seguridad.

Además, una parte del ahorro se ha destinado a inversiones de instrumentos extranjeros (US\$ 4.671 millones), principalmente en instrumentos de renta variable.

### **Problemas Para Invertir En Capital de Riesgo**

Al analizar por qué no ha sido posible aumentar la inversión en capital de riesgo, se observa, en términos generales, que el funcionamiento y desarrollo de los agentes intermediarios (Fondos de Inversión), ha presentado dificultades para hacer más fluida la inversión. En la práctica, el principio financiero que "inversiones más riesgosas generan mayores retornos", no ha sido la tónica de esta industria, especialmente en aquellos fondos orientados al desarrollo de empresas. Además estas inversiones tienen una baja liquidez y una regulación muy restrictiva para los Fondos de Pensiones, lo que dificulta su manejo.

La ley establece para los Fondos de Pensiones límites de inversión por instrumentos, emisor, por serie y relacionados, entre otros. Para el caso de la inversión en cuotas de Fondos de Inversión, estos límites hacen poco atractiva la inversión de las AFP en estos títulos, debido a que cualquier cambio de común ocurrencia en el mercado (nombramiento de un director, una decisión de inversión de los administradores del Fondo de Inversión, una fusión entre AFP's, etc.), puede implicar transgredir estos límites, lo que aunado a la falta de liquidez de éstas inversiones, que impide vender los instrumentos, provoca multas a las AFP y valorización de los excesos de estas inversiones en cero.

Además, existen problemas en los reglamentos de inversión de los Fondos de Inversión, ya que poseen definiciones muy amplias de la política de inversión,

**Cuadro N° 3**

**DESTINO DE LOS FONDOS DE PENSIONES A TRAVÉS DE LA INVERSIÓN EN INSTRUMENTOS BANCARIOS (Por Sector Económico, Junio 2001)**

SECTOR	% F. P.
<b>Agricultura</b>	<b>5,9%</b>
<b>Industrias Manufactureras</b>	<b>10,1%</b>
<b>Construcción</b>	<b>4,8%</b>
<b>Comercio</b>	<b>14,0%</b>
<b>Créditos de Consumo</b>	<b>10,0%</b>
<b>Servicios</b>	<b>1,1%</b>
<b>Establec. Financieros, Seguros</b>	
<b>Bienes Inmuebles, Serv. Empresas</b>	<b>19,0%</b>
<b>Otros</b>	<b>35,1%</b>

**TOTAL** **100%**

Fuente: Depto. Estudios Asociación de AFP en base a información de la Superintendencia de Bancos e I.F.

plazos de duración del fondo muy extensos, exigencias legales de diversificación de proyectos por Fondo de Inversión que obliga a incorporar inversiones poco atractivas, dificultades para cambiar a los administradores y nula posibilidad de participación de los Fondos de Pensiones en la aprobación de las inversiones para controlar el nivel de riesgo de estas.

Otro factor que desincentiva a este vehículo es el problema de valorización de estas inversiones, debido a la fuerte competencia que existe por la rentabilidad de los Fondos de Pensiones entre las AFP, unido a las exigencias de rentabilidad mínima mensual.

Por otro lado, los Fondos de Inversión no han sido respaldados por otros inversionistas institucionales como compañías de seguros, fondos mutuos, agentes colocadores y bancos, los cuales han hecho una inversión muy pequeña, dificultando aún más la consolidación de una mercado de capital de riesgo.

### **Propuestas**

En opinión de la Asociación de AFP, para canalizar una mayor cantidad de recursos previsionales a este sector, es necesario perfeccionar los vehículos actuales, de modo que las AFP inviertan con los resguardos necesarios.

Asimismo, es indispensable incentivar la participación en capital de riesgo a agentes adicionales a los Fondos de Inversión. (securitizadoras, bancos de inversión, agentes colocadores de empresas emergentes, etc.)

En el mismo orden de ideas, debe fomentarse que otras industrias, tales como: Bancos, Compañías de Seguros, Fondos Mutuos, AFV, etc. participen en inversiones de capital de riesgo.

Es fundamental otorgar beneficios tributarios para que las personas naturales e inversionistas institucionales

ingresen a este mercado con incentivos acordes al riesgo asumido.

Con todas estas medidas se conseguirá aumentar la liquidez de estos instrumentos, condición importante para que los Fondos de Pensiones aumenten su inversión en ellos.

Por otra parte, es necesario que los aportantes a un Fondo de Inversión tengan facultades para analizar y resolver sobre inversiones específicas en función del nivel de riesgo.

También es importante perfeccionar los límites por emisor, por series, límites indirectos y diversificación de proyectos, junto con incentivar que las sociedades administradoras de los Fondos de Inversión coloquen un pequeño porcentaje de capital en los proyectos, de modo de comprometerlas con el éxito de la gestión.

Otra idea es permitir que las sociedades anónimas puedan invertir en capital de riesgo. La ventaja es que los accionistas de estas sociedades, entre los que estarían las AFP, tendrían mayor control sobre la administración de la sociedad, toda vez que eligen su directorio, que estaría encargado de buscar empresas emergentes, cuyos riesgos sean conocidos y diversificados. Para que este vehículo sea atractivo, se debería permitir que los Fondos de Pensiones aprovecharan el crédito por los dividendos, al igual que los demás accionistas, pues de lo contrario se preferirá el otro vehículo, sólo por razones tributarias.

En definitiva, para que los Fondos de Pensiones y otros inversionistas institucionales y particulares puedan destinar una mayor cantidad de ahorro al capital de riesgo, es fundamental que las nuevas normas que se deben dictar, consideren flexibilidades, otorguen mayores facultades a los inversionistas, y contengan incentivos tributarios y resguardos.\*