

# FONDOS DE PENSIONES Y GOBIERNOS CORPORATIVOS: LECCIONES DE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

FERNANDO LEFORT<sup>1</sup>

## 1. Introducción

El objetivo de este artículo es analizar la lógica detrás de las iniciativas de los administradores de fondos de pensiones tendientes a mejorar las prácticas de gobierno corporativo de las empresas en las cuales invierten.

Los inversionistas institucionales, en particular los fondos de pensiones, impactan sobre el gobierno corporativo de las empresas de dos maneras. La primera es que los fondos de pensiones, al invertir fondos provisionales en las empresas, ejercen influencia sobre la administración de la compañía ya sea i) a través de sus decisiones de compra y venta de acciones y otros valores negociables (los fondos de pensiones pueden ‘votar con los pies’ comprando y vendiendo acciones), ii) ejerciendo sus derechos como accionista (comunicación, votación en las juntas de accionistas, elección de directores) y, iii) ejerciendo sus derechos como tenedores de bonos (*covenants*). El grado de influencia puede ser mayor o menor dependiendo de la actitud más o menos activa que asuma el administrador.

---

<sup>1</sup> Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Secretario Ejecutivo del Centro del Gobierno para la Empresa.

La segunda forma en la que los fondos de pensiones privados influyen el gobierno corporativo se da preferentemente en las economías emergentes, donde los procesos de reforma a los sistemas de pensiones han tenido importantes efectos sobre el proceso de desarrollo de los mercados de capital y la acumulación de capital institucional. Es decir, estas reformas han cambiado el ambiente en el que los emisores de valores se desenvuelven. Algunos ejemplos de esta influencia son i) la reforma a las leyes de mercado de valores (a modo de ejemplo, se puede mostrar la experiencia de Chile, en donde varias reformas al mercado de sociedades de valores fueron impulsadas por necesidades para acomodar el sistema de pensiones privado), ii) desarrollo de industria de clasificación de riesgos, iii) mayor transparencia, y iv) profesionalización del proceso de toma de decisiones de inversión. Estos elementos han ido desarrollando y perfeccionando los mercados locales en las economías emergentes, muchas veces impulsadas por necesidades asociadas a la reforma de pensiones, cuyo impacto ha sido, en mi opinión, muy importante.

## **2. Contexto económico**

Volviendo al primer punto, el tipo de influencias que pueden ejercer hoy día los fondos de pensiones sobre las prácticas de las empresas en las que invierten se debe evaluar en el actual contexto económico y de mercado. Si se toman a los inversionistas institucionales, en términos generales, y en países desarrollados se tiene que en Estados Unidos controlan sobre el 50% de las acciones, en Inglaterra del orden del 76,5%, en Francia 59,8% y, por último, en Alemania 39%. Como se desprende de lo anterior, la importancia en términos cuantitativos es enorme. En el caso de los fondos de pensiones en América Latina, en Chile se observa que los fondos de pensiones tienen el 7% de las acciones de las empresas listadas en bolsa (en 1996 fue aún mayor, llegando a ser un 11%) y un 40% de los bonos emitidos por las empresas; en Argentina poseen un 5% de las acciones, mientras que en Perú poseen un 9% de las acciones y sobre un 40% en bonos corporativos. En conclusión, los fondos de pensiones como agentes del mercado tienen un efecto importante y son accionistas relevantes, no solo por el tamaño de los paquetes accionarios que poseen, sino también por su capa-

cidad para afectar en la opinión pública o llamar la atención respecto de asuntos que pudieran estar ocurriendo en las empresas donde invierten.

El contexto económico en el que esta influencia se ejerce se puede estudiar desde los países desarrollados o desde la perspectiva de los países emergentes. En el contexto de mercados más desarrollados, se observan problemas de agencia vertical, es decir, accionistas dispersos, una plana ejecutiva que controla la compañía y que obedece el mandato de los accionistas, pero donde hay muy pocos incentivos para ejercer monitoreo de esta administración porque los accionistas son normalmente pequeños. En ese contexto, los inversionistas institucionales que suelen tener paquetes accionarios más grandes son muy relevantes o podrían llegar a serlo. Es interesante ver cómo ha habido un cambio en la legislación en Estados Unidos, y probablemente ocurrirá también en Inglaterra, tratando de fomentar más esa participación activa. Desde la segunda perspectiva, en el caso de mercados emergentes como América Latina, la situación es un poco distinta y se observa con mayor frecuencia problemas de agencia horizontales, es decir, entre accionistas controladores y accionistas minoritarios. Además, hay menor información, peores mecanismos externos de gobiernos corporativos, no hay un buen mercado por control, y la capacidad de los tribunales de justicia para dirimir conflictos societarios es menor. En este contexto, aunque los controladores están preocupados de la gestión de la compañía, la acción de los inversionistas institucionales y de los fondos de pensiones es igualmente relevante o aún más, puesto que los inversionistas institucionales son quienes tienen los mayores incentivos para ejercer un rol fundamental en el monitoreo de ese proceso. En conclusión, en ambas perspectivas existe la idea de que los inversionistas institucionales, fondos de pensiones y otros, son actores muy relevantes.

### **3. El activismo de los fondos de pensiones**

La pregunta que se plantea es entonces: ¿por qué los fondos de pensiones en particular (o los inversionistas institucionales) tendrían que ejercer algún rol de monitoreo o incluso más activo

sobre las acciones de las empresas en que invierten sus acciones?. En términos conceptuales, los administradores de fondos tienen una obligación de cuidado y lealtad con los beneficiarios de estos fondos. Cuidado en actuar y diligencia debida en la selección, evaluación y descarte de inversiones. Lealtad en el actuar en el mejor interés y para el exclusivo beneficio de los beneficiarios. Entonces, se puede decir que dentro de esa responsabilidad general de cuidado debido, los fondos también tendrían que monitorear el comportamiento de las empresas en las que participan y, eventualmente, influir sobre el gobierno corporativo de ellas. Este es el argumento, en términos generales. La pregunta que surge es: ¿cuánto se debe intervenir? Visto de otra forma, ¿cuál es la experiencia internacional y cuáles han sido los efectos?.

Hay dos maneras generales de intervenir, en cierto modo extremas: una es simplemente votando con los pies, como se expuso más arriba, comprar o vender, es decir, tomar decisiones de entrada y salida actuando simplemente como un administrador de cartera. La segunda alternativa es asumir una actitud activista en gobierno corporativo, eventualmente colocando a la compañía en una posición de negociar con el fondo de pensión respecto de alguna política o decisión particular que atañe a la compañía. En el amplio espectro de formas de actuar se deben tener consideraciones como, por ejemplo, la liquidez de las inversiones, las restricciones legales que imperen en el país, la efectividad de la intervención (análisis de costo y beneficio), y los potenciales conflictos de interés, etc.

Esta preocupación respecto de los costos de intervención que podía tener el activismo de los fondos de pensiones o inversionistas institucionales sobre las empresas queda ilustrada con el caso de Estados Unidos. En ese país históricamente, la legislación había limitado la actividad de los administradores de fondos sobre las decisiones de la empresa, es decir, fomentaba la separación de las decisiones de cartera en manos de los administradores de fondos, de las decisiones productivas, en manos de los ejecutivos de la empresa. Esto es bajo la hipótesis que la especialización de funciones era deseada y que no necesariamente los incentivos de uno eran los incentivos del otro. Además, la legislación no permitía a los bancos ser accionistas.

Sin embargo, durante los años 90, probablemente en parte respondiendo a los escándalos corporativos destapados en esos años, la visión cambia y se produce un mandato más formal a los fondos de pensiones incitándolos a tener un rol más activo. ERISA, regulador de los fondos en Estados Unidos, insta a los inversionistas a “monitorear activamente y actuar en situaciones en donde la acción del plan, por sí solo o en conjunto con otros accionistas, puede incrementar el valor de las inversiones del plan una vez descontados los costos de su acción”. El mandato es bien claro: hay que actuar cuando el beneficio de actuar sobre las empresas, sobre el valor de las inversiones en la empresa, es mayor que el costo de hacerlo. Esta situación no es idéntica en todos los países. Por ejemplo, en Inglaterra no hay ningún mandato formal y, de hecho, históricamente los inversionistas institucionales no han usado ni su derecho a voto ni han elegido directores, han sido muy pasivos en sus inversiones y simplemente han actuado comprando y vendiendo como administradores de carteras. Recientemente, sin embargo, ha surgido la idea de que deberían ser más activos y de alguna manera se ha tratado de impulsar; incluso, se ha amenazado con incorporar legislación si los fondos no asumen un rol más activo, aunque por ahora, aparentemente, no ha pasado demasiado. En el caso chileno, como ejemplo final, el Decreto de Ley 3.500 establece protocolos de votación de las administradoras en la elección de directores (Art. 155, DL 3.500); además, dice que las administradoras no podrán realizar ninguna gestión que implique participar o tener injerencia en la administración de la sociedad en la cual hayan elegido uno o más directores (DL 3.500).

También es importante entender cuál es la lógica detrás de tomar una posición respecto a la cantidad de activismo que el fondo debería estar dispuesto a hacer (o que sería conveniente) desde el punto de vista de los beneficiarios del fondo. Los argumentos a favor del activismo radican en la imposibilidad de ‘votar con los pies’ en forma eficiente. Es decir, se presume que existen limitaciones a comprar y vender acciones en cantidades relevantes y en tiempos adecuados, principalmente porque: i) pueden existir restricciones legales, ii) existe falta de liquidez suficiente en los mercados, iii) puede ser política de inversión del fondo el mantener determinados activos en su cartera, iv) por las características de la

competencia entre fondos. En otras palabras, a veces es muy difícil para un fondo de pensiones el dejar una inversión en un mercado pequeño, poco líquido y que, además, muchas veces, puede ser la única alternativa de inversión en un determinado sector de la economía.

Por otro lado, está también la visión más positiva, que indica que el beneficio del activismo por parte de los fondos de pensiones puede ser importante. Los argumentos son tres: El primero es que la simple presencia de los fondos de pensiones ejerce una suerte de monitoreo sobre la administración, sea esta una plana de ejecutivos o un accionista controlador, el cual disminuye problemas de agencia que se tienen en la empresa y aumenta su valor. El segundo argumento dice que hay un rol de aumentar la información que el mercado tiene; simplemente, los fondos de pensiones pueden servir para informar al mercado respecto de lo que estaba pasando en la empresa, sin tomar ninguna acción sino que simplemente informando, y eso puede ya generar una presión sobre la misma empresa. En tercer y último lugar, se dice que existen prácticas específicas en las que los fondos de pensiones ponen a la empresa en una posición de incentivarla a tomar una determinada práctica de gobierno corporativo, lo cual puede tener un efecto deseable sobre el desempeño sobre la compañía.

Es necesario identificar algunos peligros del activismo, para tener en cuenta los posibles costos de este. Los costos se relacionan con la idea de ‘pastelero a tus pasteles’; es decir, los administradores de cartera no necesariamente saben qué es lo mejor para la empresa, y no necesariamente saben cuáles son las prácticas de gobierno corporativo que deberían aplicarse en una empresa en particular. Además, estas prácticas no tienen por qué ser las mismas prácticas para todas las empresas y, por lo tanto, puede ser una intervención equivocada. Un segundo problema se relaciona con la disminución de la liquidez, la cual se puede producir de dos maneras. Por un lado, a medida que los fondos de pensiones compran más paquetes accionarios disminuye la liquidez. Por otro lado, en la medida en que interactúan con la empresa pierden la posibilidad de transar sus acciones, porque lo que están haciendo es obtener información eventualmente privilegiada y, por lo tanto, limitando sus posibili-

dades de vender o de transar. Finalmente, existe un tercer problema potencial, por la posibilidad de que surjan conflictos de interés como, por ejemplo, la sensibilidad de los administradores a presiones corporativas, la aparición de problemas de agencia dentro del propio administrador de fondos, y la presencia de otros intereses como, por ejemplo, el medio ambiente, que no necesariamente serían prioridad para la compañía.

#### **4. La evidencia internacional**

##### ***Monitoreo y transmisión de información***

La evidencia en Estados Unidos indica que las empresas tienden a mejorar su desempeño cuando un accionista activo compra un bloque de acciones debido al efecto de su función de monitor (Bethel *et al.*, 1998). Es decir, cuando los inversionistas institucionales compran paquetes accionarios grandes, el mercado lo celebra con un aumento en el valor de las empresas. En el caso norteamericano, *shareholder proposals* enviados por fondos de pensiones públicos sirven principalmente para alertar al mercado de la negativa de la administración a negociar con los fondos, ante lo cual el mercado reacciona con una baja en precios (Prevost y Rao, 2000). Por último, y también para el caso estadounidense, se observa que cuando los fondos o inversionistas institucionales ‘votan con los pies’, es decir, cuando venden acciones es más probable que el ejecutivo principal (CEO) de la compañía termine su período anticipadamente (Parrino *et al.*, 2000). En resumen, se pueden observar diferentes grados de reacción de mercado cuando los fondos de pensiones intervienen, aunque sea sutilmente, sobre las empresas. Sin embargo, la evidencia no es necesariamente tan concluyente. Por ejemplo, en el caso inglés no hay ninguna evidencia de que las acciones que toman los accionistas institucionales tengan un efecto sobre el valor de la empresa por el mercado (Faccio y Lasfer, 2000).

En Chile se han realizado algunos estudios, varios de los cuales muestran que la presencia de fondos de pensiones como accionistas relevantes de una compañía tiene un efecto positivo sobre el valor de las acciones de una compañía. Es decir, hay un pequeño premio del mercado a las acciones donde los fondos de pensiones

tienen presencia (Lefort y Walker, 2005). Otra forma de ver el mismo punto es observar que el mercado premia con un retorno especial cuando los fondos de pensiones compran acciones de una compañía. Además, y siguiendo en el caso chileno, los fondos de pensiones en general contribuyen a la elección de directores independientes y en (Iglesias, 2000, Lefort y Urzúa, 2006) se muestra que también el mercado premia a las empresas que tienen uno o más directores independientes en su directorio.

Por último, la evidencia internacional muestra que existen algunas diferencias en cuanto al efecto del monitoreo por parte de los fondos de pensiones sobre el valor de las empresas. Por un lado, el monitoreo es más efectivo cuando es realizado por fondos de pensiones abiertos debido a la ausencia de relaciones de negocios ente estos y las compañías (Borokhovich *et al.* 2000, Hartzell y Starks 2001). Por otro lado, se encuentra que los fondos de pensiones públicos suelen tener motivaciones político-sociales en su activismo, a diferencia de los fondos privados, lo que tiende a mermar su efecto sobre el desempeño de las empresas. Es decir, la evidencia muestra que los fondos privados agregan más valor que los públicos (Woidtke 2001).

### **Activismo y desempeño**

Sin embargo, en el caso de intervenciones más activas por parte de los fondos de pensiones, la evidencia no es concluyente. La literatura se refiere al ejercicio de políticas muy activas de intervención en la empresa por parte de los inversionistas institucionales como el *public targeting*. Esto quiere decir, que los inversionistas institucionales están indicando que una determinada empresa está en el foco del fondo porque está tomando malas decisiones, y lo que se quiere hacer es lograr que cambie y que se produzca una reversión en esa política de la empresa.

La evidencia muestra que, en general, esto no tiene efectos sobre el mercado. Es decir, puede ser que en algunas empresas esta acción aumente valor y en otras caiga pero, en promedio, no hay ninguna evidencia concluyente al respecto. Esto ocurre tanto en Estados Unidos e Inglaterra como, por ejemplo, en países emer-

gentes como Polonia, donde el activismo no tiene un soporte en términos de evidencia empírica respecto de su efecto sobre el valor de la empresa. La evidencia reciente que entrega CalPERS *targeting* en términos de sus políticas más agresivas indica que puede ligeramente tener algún efecto sobre el valor de la empresa en los primeros seis meses pero, en general, no hay ninguna evidencia que tenga un efecto de largo plazo sobre la empresa.

Sin embargo, esta evidencia no es completamente concluyente. Esto último se puede deber a que no hay un efecto tan evidente, pero también se puede deber a que es muy difícil medir el efecto aislado que la intervención del fondo tiene sobre el valor de la empresa. Algunos de los argumentos para sostener esto es que muchas veces las negociaciones entre los fondos muy activos y las compañías se dan tras bambalinas, es decir, no las conocemos, y cuando se observa alguna acción en particular pública del fondo de pensiones sobre la compañía es después que haya ocurrido una negociación, y muchas veces las compañías reaccionan antes que eso ocurra lo que, por lo tanto, no está siendo bien capturado.

En resumen, existe una dificultad empírica para evaluar el impacto del activismo en el desempeño de las empresas: i) dificultad de medir el efecto económico de cambios en aspectos específicos del gobierno corporativo, ii) problemas de endogeneidad, y iii) negociaciones privadas entre fondos y compañías (Carleton *et al.* 1998).

Para terminar y en resumen, los fondos de pensiones son inversionistas claves, tanto en nuestros países como en países más desarrollados o con mercados de capitales más desarrollados. El monitoreo de sus inversiones es parte de su mandato y, aparentemente, es efectivo, pero a veces la actitud más proactiva no necesariamente tiene un respaldo empírico, es decir, hay evidencia de efectos de corto plazo pero no hay evidencias importantes de que el proactivismo extremo de los fondos de pensiones tenga un efecto importante sobre el desempeño de las empresas.