



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA



# Fondos de Pensiones y Gobierno Corporativo: Lecciones de la Experiencia Internacional

Fernando Lefort

Escuela de Administración  
Pontificia Universidad Católica de Chile

# Impacto de los Fondos de Pensiones sobre la Estructura de Gobierno Corporativo

1. Los fondos de pensiones (inversionistas institucionales) ejercen influencia sobre la administración de la compañía:
  - A través de sus decisiones de compra y venta de acciones y otros valores negociables.
  - Ejerciendo sus derechos como accionista:
    - Comunicación
    - Votación
    - Elección de directores
  - Ejerciendo sus derechos como tenedores de bonos: Covenants



# Impacto de los Fondos de Pensiones sobre la Estructura de Gobierno Corporativo

2. En las economías emergentes, 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 (han cambiado el ambiente en el que los emisores de valores se desenvuelven):
- Reforma a las leyes de mercado de valores
  - Desarrollo de industria de clasificación de riesgos
  - Mayor transparencia
  - Profesionalización del proceso de toma de decisiones de inversión ...



# Creciente importancia de los inversionistas institucionales:

- Importancia de inversionistas institucionales como accionistas:
  - En US sobre el 50% de las acciones.
  - En UK tienen el 76.5%, en Francia 59.8% y en Alemania 39%.
- Fondos de Pensiones en América Latina:
  - Chile: 7% de acciones (11% en 1996), sobre 40% en bonos corporativos
  - Argentina: 5% de acciones
  - Perú: 9% de acciones, sobre 40% en bonos corporativos



# Contexto económico

- Mercados desarrollados:
  - Problema de agencia vertical
  - Bajos incentivos al monitoreo
  - Recientes cambios en legislación
- Mercados emergentes:
  - Problema de agencia horizontal
  - Presencia de conglomerados
  - Dificultad para monitorear
  - Pobres mecanismos externos de gobierno corporativo

⇒ Los inversionistas institucionales son actores clave.



Fernando Lefort  
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y  
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

# Deberes de los Administradores de Fondos de Pensiones: Cuidado y Lealtad

- Los administradores de fondos tienen deberes de cuidado y lealtad para con los beneficiarios:
  - Cuidado:
    - Actuar con el cuidado y diligencia debido en la selección, evaluación y descarte de inversiones.
  - Lealtad:
    - Actuar en el mejor interés y para el exclusivo beneficio de los beneficiarios.



# ¿Deben los Fondos de Pensiones tener un Rol Activo en el Gobierno Corporativo?

- Posibles intervenciones:
  - Decisiones de entrada y salida (administrador de cartera) vs.
  - Activismo en gobierno corporativo
- Consideraciones:
  - Liquidez
  - Restricciones legales
  - Efectividad de la intervención (beneficios vs. costos)
  - Conflictos de interés



Fernando Lefort  
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y  
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

# Marco Legal del Activismo

USA:

- Históricamente la legislación había limitado la acción de los inversionistas institucionales y prohibía a los bancos ser accionistas (Roe 1993)
- Durante los 90s las restricciones se suavizan y se fomenta el activismo:

“Monitorear activamente y actuar en situaciones en donde la acción del plan, por si solo o en conjunto con otros accionistas, puede incrementar el valor de las inversiones del plan una vez descontados los costos de su acción.” (ERISA, 404)



Fernando Lefort  
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y  
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

# Marco Legal del Activismo

UK:

- La mayoría de los inversionistas institucionales no ejercen su derecho a votación como accionistas.
- Se ha amenazado con incorporar legislación si los fondos no asumen un rol más activo.

Chile:

- Protocolos de votación de las Administradoras en la elección de directores. (Art. 155, DL 3.500)
- 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)



Fernando Lefort  
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y  
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

# Racionalidad del Activismo en Gobierno Corporativo

## 1. Imposibilidad de votar con los pies:

- Restricciones legales.
- Falta de liquidez.
- Política de inversión de fondo.
- Competencia.

## 2. Beneficios de activismo:

- Monitoreo disminuye problemas de agencia.
- Más información al mercado.
- Mejor GC implica mejor desempeño de las empresas  $\Rightarrow$  aumenta valor de los fondos.



# Peligros del Activismo en Gobierno Corporativo

1. Falta de conocimiento.
  - Gestión de inversiones vs. Gestión corporativa.
2. Disminución de la liquidez.
  - Disminución del float.
  - Acceso a información privilegiada.
3. Conflictos de interés.
  - Sensibilidad de los administradores a presiones corporativas.
  - Problemas de agencia del administrador.
  - Otros intereses.



Fernando Lefort  
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y  
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

## Evidencia Internacional:

### Monitoreo y Transmisión de Información

- Evidencia en US de mejoras en desempeño cuando un accionista activo compra un bloque de acciones por su función de monitor (Bethel et al., 1998).
- “Shareholder proposals” enviados por fondos de pensiones públicos sirven principalmente para alertar al mercado de la negativa de la administración a negociar con fondos. Mercado reacciona con baja en precios (Prevost y Rao, 2000).
- Ventas de acciones por parte de los institucionales aumentan la probabilidad de despido del CEO (Parrino et al., 2000)



# Evidencia Internacional: Monitoreo y Transmisión de Información

- Fondos de Pensiones en UK no agregan valor en las empresas en las que invierten, y no contribuyen a mejorar sus prácticas (Faccio y Lasfer, 2000).
- Chile:
  - Mercado premia a empresas en las que los Fondos de Pensiones son accionistas (Lefort y Walker, 2005).
  - Fondos de Pensiones contribuyen a la elección de directores independientes (Iglesias, 2000, Lefort y Urzua, 2006). Mercado premia a empresas con más directores independientes.



Fernando Lefort  
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y  
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

# Evidencia Internacional: Monitoreo y Transmisión de Información

- Diferencias en monitoreo:
  - Monitoreo más efectivo de fondos de pensiones abiertos por carencia de relaciones de negocios con las compañías. (Borokhovich *et al* 2000, Hartzell y Starks 2001)
  - Fondos de pensiones públicos tienen motivaciones político-sociales a diferencia de los fondos privados. Fondos privados agregan más valor que los públicos (Woidtke 2001).



# Evidencia Internacional: Activismo y Desempeño de las Empresas

- Evidencia empírica no es concluyente respecto a un efecto económico significativo de “public targeting”:
  - USA, 1987-1993. No hay retorno anormal ante anuncio de targeting, ni mejor desempeño tras aceptación de condiciones (Wahal, 1996, Smith, 1996).
  - No hay evidencia de que mejoren el funcionamiento del mercado por control (Duggal y Millar, 1999)
  - Anuncios de CalPERS targeting están asociados a un retorno anormal del 1%. Desempeño mejora ligeramente en los 6 meses siguientes (English et al., 2004)
  - Crutchley et al., 1998 encuentran que solo el activismo muy agresivo tiene efectos en desempeño.
  - Poca evidencia de efecto económico de activismo de fondos en Polonia (Gebke et al., 2003)



Fernando Lefort  
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y  
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

# Evidencia Internacional: Activismo y Desempeño de las Empresas

- Dificultad empírica de evaluar el impacto del activismo en el desempeño de las empresas:
  - Dificultad de medir el efecto económico de cambios en aspectos específicos del gobierno corporativo.
  - Endogeneidad.
  - Negociaciones privadas entre fondos y compañías (Carleton *et al* 1998).



Fernando Lefort  
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y  
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

## Resumen

- Fondos de pensiones son inversionistas clave en la mayoría de los países.
- El monitoreo de las inversiones es normalmente parte de su mandato.
- La actitud proactiva puede hacerse de diversas formas: exit vs. voice.
- Evidencia internacional es mixta:
  - En el corto plazo existen retornos positivos a algunos tipos de monitoreo.
  - Poca evidencia de mejoras en el desempeño de largo plazo.
  - Dificultad de establecer causalidades

