



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



Fernando Lefort
Escuela de Administración

*Fondos de Pensiones y
Gobierno Corporativo*



CENTRO PARA EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

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 fideicomisarios 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



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.



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

