

# Capitalización Individual: Que los Trabajadores ejerzan todos sus Derechos

Felipe Cabezón\* y Francisco Cabezón†

August 20, 2020

## 1 Diagnóstico

El sistema de capitalización individual chileno ha permitido a millones de trabajadores acceder al mercado de capitales. Con este acceso, sus ahorros personales han aumentado en más de dos veces durante su vida laboral activa. Más aún, más del 70% de la pensión de cada trabajador fue generada por la rentabilidad que han conseguido las AFP. Sin embargo, pese a haber rentado bien, las AFP cuentan con gran desaprobación popular.

Creemos que existe una desconexión entre lo que hacen las AFP y lo que ven los cotizantes, y esa desconexión contribuye a desacreditar el sistema.

Los trabajadores son dueños de más de \$18.000 millones de dolares en acciones locales, lo que representa más del 20% de la capitalización del IPSA. La propiedad de las acciones le entregan a su dueño dos derechos: (i) derecho a recibir los ingresos residuales y (ii) derecho a decidir en la composición de la administración de la empresa. En el sistema de capitalización individual chileno, los trabajadores reciben el primer derecho, pero no el segundo.

Actualmente, son los dueños de las AFP quienes, con el 1% de las acciones del fondo, nombran directores usando los derechos adquiridos por el 100% el fondo. El derecho a decidir la composición administrativa de la empresa adquirido por los trabajadores es relevante. Por ejemplo, en el año 2018, en 9 de las 13 juntas con elección de directorio en que las AFPs tenían participación, sus fondos de inversión les permitió elegir un total de 11 Directores Titulares y 4 Directores Suplentes. Pese a que los nombramientos de directores están limitados a un grupo de candidatos aprobados por el regulador, sigue siendo el dueño de la AFP quién decide

---

\*email: cabezon@marshall.usc.edu. Candidato a doctor en Finanzas, USC Marshall Business School. Tesis en Gobiernos Corporativos.

†email: jfcabezon@princeton.edu. Candidato a Doctor en Economía, Princeton University. Tesis en Sistemas de Pensiones.

el nombramiento final –contando con el apoyo de la Asociación Gremial de AFPs y de una empresa de Head Hunting–, y usa en ese nombramiento los derechos adquiridos por los fondos de todos los trabajadores.

En este contexto, el sistema de capitalización individual ganaría una mayor aceptación en la ciudadanía si es que junto con darles el derecho a recibir los ingresos residuales de la inversión, los cotizantes también participaran en la elección de directores de las empresas. Es decir, si es que también hicieran uso del derecho de control propio de cada acción. Específicamente, proponemos traspasarle a los trabajadores el derecho de nombrar directivos en las sociedades anónimas chilenas en que mantienen inversiones. Esta propuesta es simple y de fácil implementación. Y más importante aún, no debería generar un impacto en el buen papel que han tenido hasta ahora las AFPs eligiendo directores adecuados.

La principal motivación de nuestra propuesta es la importancia de que el trabajador se dé cuenta de que él no solamente esta proveyendo de capital a las empresas, sino que a cambio de proveer ese capital, las empresas lo están haciendo participes de sus utilidades y decisiones. El sistema de capitalización individual es más pleno si los trabajadores se dan cuenta de que a través de la inversión de sus fondos en acciones locales, ellos también son dueños de esas empresas, y que las AFP no son más que meros intermediarios.

Esta conexión entre ahorro y decisión por parte de los trabajadores es fundamental para acreditar el sistema de capitalización individual. Usando los derechos de propiedad que le entregan las acciones, cada año, cada trabajador ejercerá su derecho a voto en las juntas de accionistas y será parte activa del sistema.

Un atributo muy importante de la propuesta que presentamos a continuación, es que permite incorporar a los trabajadores a la elección de directores en las empresas en que han sido invertidos sus fondos, sin afectar ni la efectividad ni el funcionamiento del actual sistema.

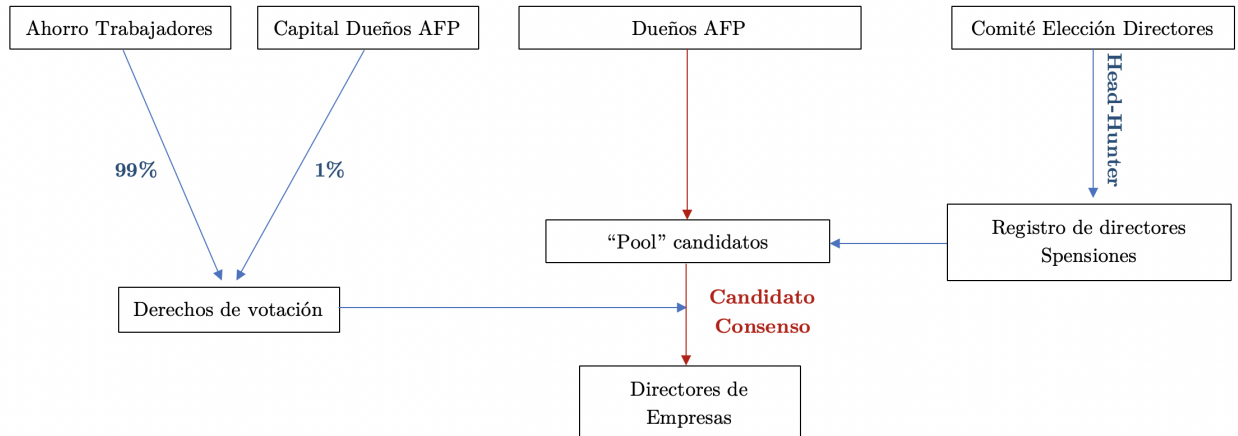
## 2 Elección de Directores

La legislación vigente obliga a las AFP a tener un rol de accionista minoritario, ya que la inversión individual de cada AFP en un emisor no puede superar el 7% de las acciones suscritas.<sup>1</sup> Sin embargo, el artículo 155 del D.L. 3.500 autoriza a las AFP a actuar en conjunto y coordinar sus votos a la hora de elegir directores. Actuando coordinadamente, las AFP pueden sumar sus participaciones y muchas veces alcanzar los votos necesarios para elegir uno o mas miembros del directorio de las empresas en la que invierten. Por ejemplo, desde el año 2007 hasta la fecha, su actuación conjunta les ha permitido elegir en promedio 27 directores cada año.

El proceso de elección de directores por las AFP es el siguiente. Existe un Comité creado

---

<sup>1</sup>Matemáticamente, se requiere una participación superior al 7% para poder elegir al menos un miembro de un directorio que tenga menos de 14 integrantes.



**Figure 1: Funcionamiento Actual**

por la Asociación Gremial que se encarga de identificar las empresas en las que las AFP podrán elegir directores. Ese mismo comité contrata –via licitación– a una empresa de Head Hunter, a la cual le entrega el perfil de competencias requerido para cada empresa en la que se elegirá un director.

Considerando esos perfiles, la empresa de Head Hunter entrega una lista de candidatos para cada cupo de director. Estos candidatos deben encontrarse inscritos en un registro que lleva la Superintendencia de Pensiones<sup>2</sup>, deben ser independientes, y no pueden estar relacionados ni con el controlador de la empresa ni con ningún accionista mayoritario de la empresa o de alguna AFP (artículo 155 del D.L. 3.500).

A partir de la lista de candidatos presentada por la empresa Head Hunter, el comité elige un candidato de consenso.

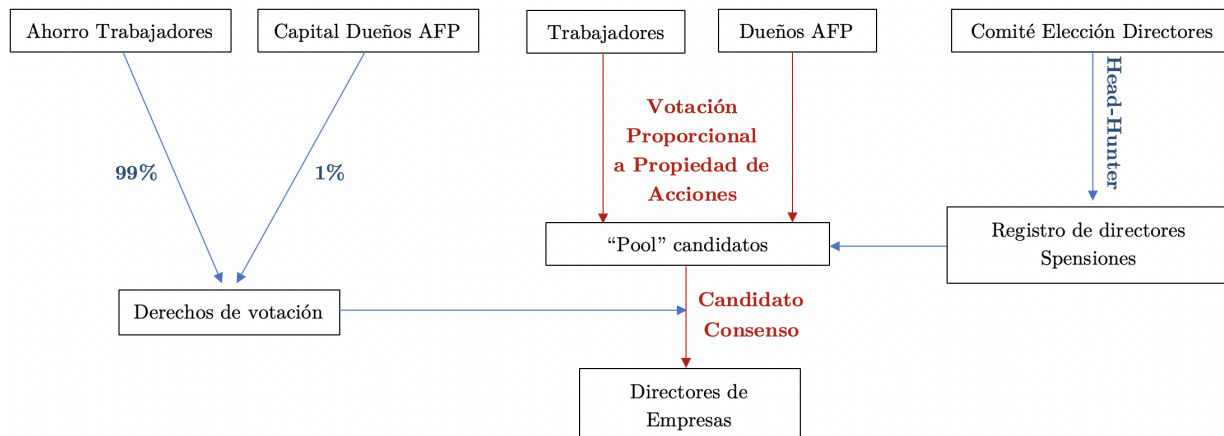
Para cada junta de accionistas, la Asociación Gremial escoge una *AFP Responsable* que se encargará de postular al candidato de consenso de las AFP en la respectiva junta. Todas las AFP votarán por ese candidato. El funcionamiento actual se describe en la figura 1.

### 3 Propuesta

Nuestra propuesta consiste en hacer un solo cambio al sistema actual de elección de directores. Proponemos que, una vez que la empresa Head Hunter entregue la lista de candidatos para cada puesto, el candidato de consenso sea elegido por los afiliados de las AFP.

Cada afiliado votará por uno de los candidatos de cada puesto y el peso de su voto dependerá de la participación de sus fondos en el total de fondos de las AFP. El candidato de consenso

<sup>2</sup>Este registro de directores garantiza que el candidato a director tenga experiencia académica o gerencial, tenga experiencia laboral de al menos 5 años, y no tenga sanciones pecunarias, financieras o penales.



**Figure 2: Propuesta**

será el que obtenga mayoría simple en esta votación.

Una vez elegido el candidato de consenso, el proceso continúa de la misma forma. La *AFP Responsable* de cada junta de accionistas se encargará de postular al candidato de consenso y todas las AFP votarán en bloque por dicho candidato. Nuestra propuesta se muestra en la figura 2.

Actualmente, algunas AFP ponen condiciones extras en la elección de directores. Por ejemplo, que el director solo pueda estar en el cargo por un número limitado de años, que solo pueda participar en un número limitado de otros directorios, que sea mujer, etc. Si las AFP tienen consenso en esas condiciones, deben ser entregadas a la empresa Head Hunter junto con los perfiles de cada cargo.

### 3.1 Cálculo de derechos por Trabajador

La votación será proporcional al número de derechos que tiene cada participante del fondo: trabajadores y dueños de la AFP.

Para calcular el número de votos que tiene cada participante, se debe calcular cuántos derechos de votación tienen las cuotas de cada fondo de cada AFP, y multiplicar estos valores por el número de cuotas que tiene cada participante.

### 3.2 Forma de votación

Para efectuar la votación de los trabajadores, proponemos usar las sucursales virtuales usadas para el cambio de fondos. En el portal web, se le puede presentar a cada afiliado las alternativas a director y hacer que vote antes de un plazo límite, definido por la fecha de la junta de accionistas de la empresa.

En conjunto con la opción de los candidatos, se le puede presentar al afiliado información de la empresa. Esto permite acercar al afiliado a su inversión y hacerlo participe de las decisiones que se toman con su ahorro.

## 4 Ventajas de la Propuesta

Esta propuesta tiene cuatro características atractivas. Primero, aumenta la participación activa de los trabajadores en el sistema de capitalización individual. Segundo, asigna los derechos de votación proporcionalmente a quién los adquiere. Tercero, se mantienen las bases y bondades del actual sistema. Y cuarto, es de fácil implementación.

Como se discutió en el diagnóstico, lograr la participación activa de los trabajadores es fundamental para darle legitimidad al sistema. Actualmente, los trabajadores son realmente partícipes solo al momento de jubilarse y ver la rentabilidad generada. Involucrar a los trabajadores en la elección de los directores es una forma de involucrarlos y generar legitimidad del sistema de capitalización individual.

Ser dueño de una acción entrega derechos a ingresos futuros de la empresa y a tomar decisiones de administración. Bajo el actual sistema de capitalización individual, son los dueños de las AFP con el 1% de propiedad de los fondos, los que ejercen el derecho a tomar decisiones de administración por el 100% del fondo. Este desbalance entre contribución y ejercicio del derecho a votación puede llevar a futuros cuestionamientos del sistema. Es posible anticiparse a este cuestionamiento entregando los derechos de votación a quién los adquiere, es decir, tanto a los dueños de las AFPs como a los trabajadores.

El sistema actual de elección de directores ha sido exitoso. Por un lado, ha permitido a las AFPs coordinarse y lograr elegir directores, que de manera independiente no lo lograrían. Por otro lado, el sistema ha seleccionado directores con altas credenciales que han representado los derechos de los trabajadores. Nuestra propuesta mantiene el proceso de selección sobre el que se eligen los directores, asegurando la elección de directores con buenas credenciales.

Por último, nuestra propuesta es de fácil implementación. Los afiliados al sistema AFP pueden usar las herramientas que ya existen para ejercer su derecho. En particular, actualmente se usa la sucursal de la AFP para gestionar cambios entre los multifonods. A este sistema se le puede agregar la elección de directores por parte del afiliado.

## 5 Desventajas de la Propuesta

La principal desventaja de nuestra propuesta es que la necesidad de participar en una elección podría desincentivar la participación de algunos candidatos que lo vean como un costo

o una exposición pública indeseada. Este aumento de costos podría dificultar la búsqueda de buenos candidatos.

Adicionalmente, algunos candidatos podrían hacer campaña y así desincentivar la participación de candidatos que no están dispuestos a hacerlo. Este efecto podría bajar la calidad de los directores si es que quienes están dispuestos a hacer campaña son de peor calidad y si es que esas campañas resultan ser efectivas.

Si bien creemos que este riesgo existe, creemos que el potencial costo es altamente compensado con el beneficio social de que los afiliados participen activamente en el sistema como verdaderos accionistas.

Adicionalmente, existen dos potenciales críticas a nuestra propuestas: (i) Dificultad de mantener en el tiempo la elección dentro de una lista cerrada, cuando esa lista la prepara las propias AFP. (ii) Quitar la potestad de voto de los directorios de las AFPs atenta contra su responsabilidad fiduciaria.

(i) Esta crítica es cierta tanto para el sistema actual, como para las propuestas del gobierno y la oposición. Sin importar qué reforma se haga, se debe institucionalizar y regular cómo se define la lista de candidatos.

(ii) Es cierto que las AFPs tienen una responsabilidad fiduciaria con sus afiliados, pero nuestra propuesta lo fortalece, ya que permite que los afiliados, sobre quienes se tiene la responsabilidad fiduciaria, decidan lo que es mejor para ellos.

## 6 Reforma discutida actualmente en el Senado

En este momento se está discutiendo en el Senado una reforma al sistema de capitalización individual, la que entre otros temas, quiere modificar la forma en que se designan los directores en las sociedades abiertas en que las AFPs invierten. Tanto la propuesta del gobierno como de la oposición buscan aumentar la representatividad de los afiliados en la elección de directores usando la Comisión de Usuarios del Sistema de Pensiones.

La Comisión de Usuarios del Sistema de Pensiones está conformada por cinco miembros quienes representan a: Central Unitaria de Trabajadores (CUT), Asociación Gremial Nacional de Pensionados del Sistema Privado de Chile (A.G. ANACPEN), Asociación de Administradoras de Fondos de Pensiones(AAFP), Instituto de Previsión Social (IPS), y un académico. Su función actual es la de sugerir propuestas y observaciones a la Subsecretaría de Previsión Social para mejorar el funcionamiento del sistema previsional. La reforma que se discute en el Senado modifica la integración de los miembros de la comisión, ingresando dos nuevos miembros a los actuales cinco, dando un total de siete. Estos nuevos integrantes son un representante de los empleadores y un afiliado que forme parte de los Comités de Afiliados de las AFPs.

## 6.1 Propuesta Gobierno

La reforma presentada por el gobierno fortalece la figura de la comisión de usuarios. En particular, plantea que la Comisión de Usuarios juegue el rol que actualmente cumple el comité de elección de directores. Así, la Comisión de Usuarios designaría a un Head Hunter o al consejo de Alta Dirección Pública para que defina la terna de candidatos, sobre los que las AFP votan.

## 6.2 Propuesta Oposición

La propuesta presentada por la oposición difiere de la presentada por el gobierno en el nivel en que participa la Comisión de Usuarios. En particular, la oposición plantea que sea la AFP quien define la terna de candidatos (a través de un "Head Hunter" o el CADP) y sea la Comisión de Usuarios la que defina los nombramientos en esa terna.

## 6.3 Críticas a la Reforma en el Senado

La propuesta del gobierno y de la oposición fortalecen la figura de la Comisión de Usuarios y discrepan en qué parte del proceso esta comisión debe participar. El problema de ambas propuestas es que la comisión de usuarios no es representativa de los afiliados, quiénes son los que adquieren los derechos de votación. Además, al ser definida por asociaciones gremiales y públicas, y no por los afiliados, no genera una participación activa de los afiliados en el sistema.

Hacer que la Comisión de Usuarios del Sistema de Pensiones sea parte del proceso de elección de directores no entrega el poder de elección a los afiliados. Los afiliados solo contarán con un representante en la comisión, que ni siquiera será directamente elegido por ellos. Por otro lado, su poder de influencia estará diluido entre siete miembros.

Creemos que entregarle el derecho de elección y lograr la participación activa y continua de los trabajadores es fundamental para darle legitimidad al sistema. La forma de hacerlo no es solamente aumentar la representatividad de los afiliados en la comisión de usuarios – representatividad que no vemos garantizada en la reforma discutida en el congreso–, sino que es permitir a los trabajadores participar directamente del proceso de elección de directores.

## 7 Leyes/Normas Relevantes

Decreto Ley (DL) N° 3.500, Compendio de Norma del Sistema de pensiones, Libro IV, Título IX.