

MEMORIA ANUAL 2012

Consejo Técnico de Inversiones
Fondos de Pensiones y
Fondos de Cesantía
Chile



MEMORIA ANUAL 2012

ÍNDICE

1. Carta del Presidente	7
2. El Consejo	9
3. Principales actividades 2012	13
3.1 Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones	13
3.2 Régimen de Inversión de los Fondos de Cesantía	15
3.3 Entidades invitadas	15
4. Gestión	17
4.1 Número de sesiones	17
4.2 Resumen de asistencia	17
4.3 Dietas por consejero	19

01.

CARTA DEL PRESIDENTE

Me es grato presentar la Memoria Anual 2012 del Consejo Técnico de Inversiones, la que da cuenta de las principales actividades realizadas por esta entidad durante dicho periodo.

Durante el año 2012 se efectuaron diversos ajustes al Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones originados básicamente en dos fuentes: La ley que modernizó y fomenta la competencia del sistema financiero, conocida como “Ley de Mercado de Capitales Bicentenario” o “MK-Bicentenario”, y por iniciativa de la Superintendencia de Pensiones. Respecto a los ajustes introducidos por la ley MK-Bicentenario, la primera modificación propuesta por la Superintendencia, materializada en enero de 2012, tuvo relación con la redefinición del concepto de Presencia Bursátil de una acción, efectuada por la Superintendencia de Valores y Seguros, concepto utilizado en el Régimen de Inversión para determinar si un emisor de acciones accede o no al límite general. De acuerdo a lo informado por la Superintendencia de Pensiones, dicho ajuste habría tenido un efecto marginal en el incremento de la inversión que computa como restringida.

La segunda y más importante modificación al Régimen de Inversión originada en la ley MK-Bicentenario tuvo su origen en el hecho que se trasladara desde el D.L. 3.500 al Régimen de Inversión la definición de los límites máximos de inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria y de la definición de cobertura cambiaria. En este contexto, luego de diversas discusiones y sugerencias de ajustes, el Consejo Técnico de Inversiones aprobó la propuesta presentada por la Superintendencia, la que contaba con un informe favorable del Banco Central de Chile, en el mes de junio de 2012. Adicionalmente, este cambio incluyó la posibilidad para

los Fondos de Pensiones de invertir directamente en monedas extranjeras.

Finalmente, la tercera modificación al Régimen de Inversión, efectuada en el mes de noviembre de 2012, se originó en una iniciativa de la Superintendencia de Pensiones y se orientó a disminuir la potencial exposición de los recursos previsionales en un mismo emisor y fomentar la diversificación de los Fondos de Pensiones. En esa línea, y luego de discutir y considerar todos los argumentos expuestos, el Consejo entregó su opinión favorable a la propuesta de disminución de límites presentada por la Superintendencia, considerando además que el impacto en cartera de dicho ajuste se estimó marginal.

Respecto de los Fondos de Cesantía, en 2012, a raíz de la promulgación de la ley MK-Bicentenario, también correspondió ajustar el límite estructural relativo a la cobertura mínima e incorporar las monedas como alternativa de inversión. Dicho ajuste se materializó el mes de junio. Adicionalmente, la Superintendencia presentó un análisis sobre la pertinencia de efectuar eventuales ajustes al benchmark de los Fondos Individual y Solidario, que determinan la existencia de premios o castigos a la comisión cobrada por la sociedad administradora, concluyendo que las consideraciones tenidas a la vista al momento de definir los citados benchmark no se habían modificado, razón por la cual se decidió no efectuar cambios en el corto plazo, no existiendo reparos por parte del Consejo.

Finalmente, cabe recordar que el Consejo ha sido una instancia de debate técnico donde se han discutido y analizado diversos temas de interés, discusión que se orienta a entregar una opinión imparcial y competente a la Superintendencia de

Pensiones, a objeto que ésta cuente con todas las visiones al momento de establecer la regulación de los Fondos de Pensiones y de Cesantía en materia de inversiones. A objeto de continuar con dicho espíritu y contar con información de primera fuente, en 2012 se inició un programa de invitaciones para que las Administradoras de Fondos de Pensiones expongan su opinión respecto de la normativa de inversiones atinentes a este Consejo Técnico, si-

tuación que se mantendrá en 2013 y que apoyará la agenda de trabajo para este año, cuyo resultado esperamos que ayude a perfeccionar la mencionada normativa, siempre en acuerdo con iniciativas que presente la Superintendencia de Pensiones.

Álvaro Clarke De la Cerda
Presidente

02. EL CONSEJO



Presidente

Álvaro Clarke De la Cerda

Designado por: Presidente de la República (2008)

Duración del cargo: 5 años

Licenciado en Economía e Ingeniero Comercial, Universidad de Chile,
Master of Arts in Economics, Universidad de Lovaina, Bélgica.



Consejero Suplente

Ernesto Livacic Rojas

Designado por: Presidente de la República (2008)

Duración del cargo: 5 años

Bachiller y Licenciado en Ciencias Económicas e Ingeniero Comercial,
Universidad de Chile, Magíster en Desarrollo Económico Universidad de
Notre Dame, EE.UU.



Vicepresidente

Martín Costabal Llona

Designado por: Administradoras de Fondos de Pensiones (2010)

Duración del cargo: 4 años

Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y MBA
de la Universidad de Chicago, EE.UU.



Consejero Suplente
Fernando Mir Brahm

Designado por: Administradoras de Fondos de Pensiones (2010)
Duración del cargo: 4 años
Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y
M. Sc. en finanzas y contabilidad del London School of Economics and
Political Sciences.



Consejero Titular
Luis Felipe Céspedes Cifuentes

Designado por: Banco Central de Chile (2012)
Duración del cargo: 4 años
Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile, M.A. y
Ph.D. en Economía de la Universidad de New York, EE.UU.



Consejero Suplente
Luis Ahumada Contreras

Designado por: Banco Central de Chile (2012)
Duración del cargo: 4 años
Licenciado en Ciencias de la Administración e Ingeniero Comercial de la
U. de Chile, Master y Doctorado en Economía de la Universidad de Duke,
Carolina del Norte, EE.UU.



Consejero Titular
Eduardo Walker Hitschfeld

Designado por: Universidades (2011)
Duración del cargo: 4 años
Ingeniero Comercial de la Pontificia Universidad Católica de Chile y
Ph.D. en Administración de Empresas especializado en Finanzas de la
Universidad de California en Berkeley, EE.UU.



Consejero Suplente
Roberto Darrigrandi Undurraga

Designado por: Universidades(2011)
Duración del cargo: 4 años
Ingeniero Comercial y Magíster en Macroeconomía Aplicada de la Pontificia Universidad Católica de Chile, MBA de la Universidad de Chicago, EE.UU.



Consejero Titular
Patricio Rojas Ramos

Designado por: Universidades (2011)
Duración del cargo: 4 años
Ingeniero Comercial y Magíster en Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile, PhD en Economía de Massachusetts Institute Of Technology (MIT).



Consejero Suplente
Alejandro Micco Aguayo

Designado por: Universidades(2011)
Duración del cargo: 4 años
Ingeniero Civil Industrial y Master en Ciencias de la Ingeniería de la Universidad de Chile, Master y Ph.D. en Economía de la Universidad de Harvard, EE.UU.



Secretario Técnico
Rodrigo Chávez Cerón

Designado por: Superintendencia de Pensiones (2011)
Cargo: Secretario Técnico del Consejo Técnico de Inversiones.
Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile y Máster en Dirección Financiera de la Universidad Adolfo Ibáñez.



Secretario Técnico Suplente

Félix Villatoro Godoy

Designado por: Superintendencia de Pensiones (2011)

Cargo: Analista Senior del Departamento de Investigación, División Estudios, Superintendencia de Pensiones.

Licenciado en Economía y Negocios de la Escuela Superior de Economía y Negocios (ESEN) de El Salvador, Magíster en Economía Financiera y Doctor en Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

03.

PRINCIPALES

ACTIVIDADES 2012

3.1. Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones

• Modificación del Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones

El día 17 de diciembre de 2011 se publicó en el Diario Oficial la ley N° 20.552, que moderniza y fomenta la competencia del sistema financiero. La promulgación de la citada ley dio origen a diversos cambios en distintos cuerpos legales que redundaron en la necesidad de efectuar ajustes al Régimen de Inversión.

El primero de ellos se materializó en la emisión, por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros, de una Norma de Carácter General que cambió la definición del concepto Presencia Bursátil de una acción, concepto utilizado en el Régimen de Inversión para determinar si un emisor de acciones accede o no al límite general. Como resultado de ello, en enero de 2012 la Superintendencia de Pensiones presentó su propuesta de modificación a las Disposiciones Transitorias del Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, en orden a indexar la definición de presencia bursátil a aquella que efectúe la Superintendencia de Valores y Seguros. Esta propuesta contó con la aprobación del Consejo Técnico de Inversiones y la visación por parte del Ministerio de Hacienda, generando que el día 31 de enero de 2012 la Superintendencia de Pensiones dictara la Resolución N° 8 que modificó el Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones. Dicha modificación entró en vigencia el día 1 de febrero. Como consecuencia de este ajuste se observó un incremento marginal en la inversión que contabilizan los Fondos de Pensiones en el lí-

mite restringido, aumentando levemente los excesos vigentes a esa fecha.

Un segundo cambio al Régimen de Inversión, el de mayor envergadura derivado de la ley N° 20.552, contenido en la Resolución N° 46 de la Superintendencia de Pensiones de fecha 26 de junio de 2012, estuvo relacionado a la transferencia desde el D.L. N° 3.500 hacia el Régimen de Inversión, de la definición de los límites máximos de inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria y de la definición de cobertura cambiaria para estos efectos. De acuerdo a lo establecido en el D.L. N° 3.500, estas definiciones deben contar además con un informe favorable del Banco Central de Chile.

En este contexto, la Superintendencia de Pensiones efectuó diversas presentaciones al Consejo, las que fueron discutidas y analizadas en detalle en cuanto a sus fundamentos teóricos e impacto sobre los Fondos de Pensiones, aprobándose, en lo sustancial, una definición de cobertura cambiaria en relación a la moneda local (peso o Unidad de Fomento) y definiendo que dicha cobertura debe efectuarse en términos de cada moneda extranjera y respecto de cada Tipo de Fondo de Pensiones.

En cuanto a los límites, se aprobó la propuesta de la Superintendencia que estableció una obligación de cobertura mínima equivalente al 50% de la inversión en instrumentos de renta fija denominados en moneda extranjera con grado de inversión (BBB o superior), la que puede llegar hasta el 100% de dicha inversión. La obligación de cobertura rige cuando la inversión en renta fija en una moneda específica supere el 1% del valor de los activos del Fondo de Pensiones respectivo.

Adicionalmente se aprobó considerar como cobertura a las posiciones vendedoras netas (cortas)

efectuadas sobre renta fija extranjera bajo grado de inversión (menos que BBB) hasta el 70% de dicha inversión, y las posiciones vendedoras netas efectuadas sobre renta variable extranjera hasta el 50%.

Complementariamente, se aprobó la propuesta de considerar como derivado de inversión (no cobertura) a las posiciones vendedoras netas que excedan porcentajes citados en el párrafo precedente, junto con la compra neta de una determinada moneda extranjera a través de instrumentos derivados, todo lo anterior dentro de un límite que se mantuvo en 3% del tamaño de cada Fondo de Pensiones.

Finalmente, este segundo cambio al Régimen de inversión, incluyó la posibilidad para los Fondos de Pensiones de invertir directamente en monedas extranjeras. Esta modificación entró en vigencia el día 1 de julio de 2012, sin perjuicio que los ajustes relacionados a cobertura o derivados de inversión comenzaron su vigencia el día 1 de diciembre de 2012. El efecto de este ajuste al Régimen de Inversión se observa en el exceso generado sobre el límite para derivados de inversión, exceso que cuenta con seis meses para su regularización.

El tercer y último ajuste al Régimen efectuado durante 2012, contenido en la Resolución N° 84 de la Superintendencia de Pensiones de fecha 5 de noviembre de 2012, se originó en una iniciativa de la Superintendencia de Pensiones orientada a disminuir la potencial exposición de los recursos previsionales en un mismo emisor y fomentar la diversificación de los Fondos de Pensiones. En esa línea, y luego de discutir y considerar todos los argumentos expuestos, el Consejo entregó su opinión favorable a la disminución del límite máximo de inversión en instrumentos de bancos nacionales (de 11% a 9% del valor de cada Fondo, manteniendo el sublímite de 4% para operaciones con instrumentos derivados); de acciones (de 5% a 3% del valor de cada Fondo); de bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas (de 5% a 3% del valor de cada Fondo); de cuotas de fondos de inversión nacionales (de 5% a 3% del valor de cada Fondo); y de cuotas de fondos de inversión extranjeros (de 5% a 3% del valor de cada Fondo). Los nuevos límites entraron en vigencia a contar

del 1 de enero de 2013. El efecto de este ajuste se estimó prácticamente nulo, por cuanto la inversión por emisor vigente a la fecha de análisis se observó por debajo de los nuevos límites aprobados.

Sin perjuicio de la aprobación detallada precedentemente, la Superintendencia de Pensiones consideró dentro de las propuestas de ajuste al Régimen de Inversión incorporar un nuevo límite para todas aquellas inversiones efectuadas de forma indirecta en activos no consignados en forma expresa en el inciso segundo del artículo 45 del D.L. N° 3.500, propuesta que, en los términos expuestos, no contó con una opinión favorable por parte del Consejo. Atendido ello y las observaciones y comentarios recibidos desde el mercado financiero, la Superintendencia decidió no innovar en esta materia. Sin perjuicio de lo anterior, se mantiene la posibilidad de retomar la discusión en lo sucesivo.

Otra iniciativa de la Superintendencia que se presentó al Consejo, atendiendo a lo establecido en el primer inciso del artículo 155 del D.L. N° 3.500, y que no contó con una opinión favorable, se relacionó con las normas relativas a los requerimientos mínimos a ser exigidos a las personas interesadas en incorporarse al Registro de Directores de la Superintendencia, la que buscaba agregar exigencias relacionada con estudios mínimos, con experiencia o con la inexistencia de sanciones históricas de los interesados en figurar en el Registro, exigencias que en opinión del Consejo, podrían limitar innecesariamente el universo de personas interesadas en adherir al citado Registro.

• Otras materias

Considerando los ajustes efectuados al Régimen de Inversión realizados en 2011, especialmente aquellos relacionados a la nueva forma de medir la inversión indirecta y a la nueva contabilización de la inversión indirecta en renta fija bajo grado de inversión, la Superintendencia efectuó presentaciones periódicas al Consejo haciendo énfasis, respecto de cada una de las Administradoras y para cada uno de los Tipos de Fondo de Pensiones, en la regularización de los excesos que se generaron desde la aplicación de los citados cambios.

Finalmente, el primer semestre de 2012 correspondió la designación o renovación del consejero

representante del Banco Central de Chile y su respectivo suplente. Como resultado de ello, a contar de junio, el Sr. Guillermo Le Fort Varela dejó de desempeñarse como consejero titular y fue reemplazado por el Sr. Luis Felipe Céspedes Cifuentes. Por su parte, el Banco Central de Chile decidió renovar en su condición de consejero suplente al Sr. Luis Antonio Ahumada Contreras.

3.2. Régimen de Inversión de los Fondos de Cesantía

• Modificación del Régimen de Inversión de los Fondos de Cesantía

Con motivo de la promulgación de la ley N° 20.328, el año 2009 se estableció un nuevo Régimen de Inversión para los Fondos de Cesantía y una nueva cartera de referencia (benchmark) para efectos de la determinación de premios y castigos, distinto al de los Fondos de Pensiones Tipo E, teniendo en consideración que la naturaleza y objetivos de inversión del Fondo de Cesantía Solidario y del Fondo de Cesantía Individual, eran distintos a aquellos definidos para los Fondos de Pensiones. Desde ese año hasta 2012 no se efectuó ningún ajuste al citado Régimen, correspondiendo en 2012, a raíz de la promulgación de la ley MK-Bicentenario, esencialmente ajustar el límite estructural relativo a la cobertura mínima e incorporar las monedas como alternativa de inversión. En esta línea, mediante Resolución N° 46 de la Superintendencia de Pensiones de fecha 26 de junio de 2012, se efectuaron los ajustes respectivos en estas materias al Régimen de Inversión de los Fondos de Cesantía, siendo éstos equivalentes a los incorporados al Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, detallados en el punto anterior, salvo en lo relativo a la cobertura mínima exigida. Particularmente en este caso se estableció una obligación de cobertura mínima equivalente al 50% de la inversión en instrumentos de renta fija denominados en moneda extranjera con grado de inversión, o aquella que se considera en los respectivos índices de referencia o benchmark, tanto para el Fondo de Cesantía Solidario como para el Fondo Individual.

• Otras materias

Adicionalmente, habiendo transcurridos 36 meses desde la determinación del primer benchmark para cada Fondo de Cesantía, Individual y Solidario, correspondía analizar la pertinencia de efectuar eventuales ajustes los mismos. La Superintendencia presentó el resultado de dicho análisis, concluyendo que las consideraciones tenidas a la vista al momento de definir los citados benchmark no se habían modificado, razón por la cual se decidió no efectuar cambios en el corto plazo. El Consejo no tuvo reparos en esta materia.

Respecto de la medición de premio o castigo, continúa observándose una muy alta correlación entre las rentabilidades de los distintos Fondos de Cesantía y sus respectivos Benchmark, situación que se explica porque la estructura de las carteras de los Fondos de Cesantía son prácticamente un reflejo de sus respectivos portafolios de referencia. Atendido ello, no se ha presentado ninguno de los dos escenarios.

3.3. Entidades invitadas

Durante el año 2012, el Consejo Técnico de Inversiones recibió a ejecutivos de la gerencia de inversiones de AFP Habitat, quienes con motivo de la segunda propuesta de modificación al Régimen de Inversión de los Fondos de Pensiones, solicitaron exponer ante el Consejo su visión respecto de la inversión en activos alternativos, es decir, aquellos activos no considerados para inversión directa de los Fondos en el D.L. N° 3.500. Su presentación se enfocó en el análisis de los potenciales beneficios que tendría invertir un porcentaje de la cartera de los Fondos de Pensiones en este tipo de activos, tales como private equity, deuda privada o a activos inmobiliarios, poniendo como ejemplo la experiencia de Fondos de Pensiones de países desarrollados y de otros tipos de fondos cuyos objetivos se asimilan a los fondos previsionales. Considerando el valioso aporte que entrega la visión directa de los administradores de los Fondos de Pensiones, el Consejo acordó tomar como política el invitar a distintas AFP para que expongan su visión respecto de la estructura de límites de inversión vigente.

04.

GESTIÓN

De acuerdo a lo establecido en el artículo 169 del D.L. N° 3.500, la Superintendencia de Pensiones es la entidad que debe proporcionar al Consejo el apoyo administrativo y los recursos que sean necesarios para el cumplimiento de sus funciones, incluido el pago de las dietas que corresponda a sus integrantes.

4.1. Número de sesiones

Durante el año 2012 el Consejo sesionó en doce oportunidades para Fondos de Pensiones y en una para los Fondos de Cesantía. En el siguiente cuadro es posible observar las fechas de cada una de las sesiones y el carácter ordinario o extraordinario de cada una de ellas.

4.1.1. Sesiones de Fondos de Pensiones

Sesión	Carácter	Fecha
N° 51	Ordinaria	19 de Enero de 2012
N° 52	Ordinaria	15 de Marzo de 2012
N° 53	Ordinaria	19 de Abril de 2012
N° 54	Ordinaria	03 de Mayo de 2012
N° 55	Ordinaria	17 de Mayo de 2012
N° 56	Ordinaria	14 de Junio de 2012
N° 57	Ordinaria	19 de Julio de 2012
N° 58	Ordinaria	13 de Septiembre de 2012
N° 59	Ordinaria	26 de Septiembre de 2012
N° 60	Ordinaria	18 de Octubre de 2012
N° 61	Ordinaria	15 de Noviembre de 2012
N° 62	Ordinaria	20 de Diciembre de 2012

4.1.2. Sesiones de Fondos de Cesantía

Sesión	Carácter	Fecha
N° 10	Ordinaria	26 de Septiembre de 2012

4.2. Resumen de asistencia

La asistencia a las sesiones del Consejo no es obligatoria. No obstante, la Ley señala que el Consejo debe sesionar con la asistencia de a lo menos tres de sus integrantes. En caso de ausencia del titular a una sesión del Consejo, su suplente lo reemplaza para todos los efectos. Asimismo, el reglamento interno del CTI señala que los consejeros suplentes tendrán derecho asistir a todas a las sesiones, pero sólo con derecho a voz en caso de asistencia del titular.

4.2.1. Asistencia Sesiones Fondos de Pensiones

Consejero	N° 51	N° 52	N° 53	N° 54	N° 55	N° 56	N° 57	N° 58	N° 59	N° 60	N° 61	N° 62
Álvaro Clarke De la Cerda	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Ernesto Livacic Rojas (s)								x				
Martín CostaballLona	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x	x
Fernando Mir Brahm (s)	x			x	x	x	x		x	x		x
Guillermo Le Fort Varela*	x	x	x	x	x							
Luis Felipe Céspedes Cifuentes						x		x	x	x	x	x
Luis Ahumada Contreras (s)		x	x	x	x	x		x	x		x	x
Eduardo Walker Hitschfeld	x	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x
Roberto Darrigrandi Undurraga (s)				x	x	x	x	x	x		x	
Patricio Rojas Ramos	x	x		x	x	x		x	x	x		x
Alejandro Micco Aguayo (s)												

*El año 2012 correspondía la designación o renovación del consejero representante del Banco Central de Chile. Como resultado de ello, a contar de junio, el Sr. Guillermo Le Fort dejó de desempeñarse como consejero titular y fue reemplazado por el Sr. Luis Felipe Céspedes. El Sr. Luis Antonio Ahumada fue renovado como consejero suplente.

4.2.2. Asistencia Sesiones Fondos de Cesantía

Consejero	N° 10
Álvaro Clarke De la Cerda	x
Ernesto Livacic Rojas (s)	
Martín CostaballLona	
Fernando Mir Brahm (s)	x
Luis Felipe Céspedes Cifuentes	x
Luis Ahumada Contreras (s)	x
Eduardo Walker Hitschfeld	x
Roberto DarrigrandiUndurraga (s)	x
Patricio Rojas Ramos	x
Alejandro Micco Aguayo (s)	

4.3. Dietas por consejero

De acuerdo a lo establecido en el último inciso del artículo 168 del D.L. N° 3.500, los integrantes del Consejo percibirán una dieta en pesos equivalente a 17 unidades tributarias mensuales por cada sesión a que asistan, con un máximo de 34 unidades tributarias mensuales por cada mes calendario. Cabe señalar que en caso de asistencia del titular

y su suplente a una misma sesión del Consejo, corresponde el pago de la dieta sólo al titular.

En función de las asistencias a las sesiones del Consejo Técnico de Inversiones realizadas durante 2012, de Fondos de Pensiones y de Fondos de Cesantía, se cancelaron las siguientes dietas a los consejeros con cargo al presupuesto de la Superintendencia de Pensiones.

Consejero	Monto cancelado (U.T.M.)	N° Total de Sesiones asistidas
Álvaro Clarke De la Cerda	221	13
Martín CostabalLlona	187	11
Luis Felipe Céspedes Cifuentes	119	7
Eduardo Walker Hitschfeld	204	12
Patricio Rojas Ramos	170	10
Guillermo Le Fort Varela	85	5
Ernesto Livacic Rojas (s)	0	1
Fernando Mir Brahm (s)	34	9
Luis Ahumada Contreras (s)	0	10
Roberto DarrigrandiUndurraga (s)	17	8
Alejandro Micco Aguayo (s)	0	0
Total	1.037	

MEMORIA
ANUAL
2012